

Les Sociétés de Participation

au point de vue économique

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT

présentée et soutenue le 5 juin 1928, à 14 heures

PAR

LOUIS JANIN

Ancien élève de l'Ecole des Hautes Études Commerciales

JURY

Président : M. L. GERMAIN-MARTIN, Professeur.

Suffragants { M. ALLIX, Professeur.
M. LESCURE, Professeur.

LIBRAIRIE

DU

RECUEIL SIREY

(Société anonyme)

22, Rue Soufflot

PARIS (V^e)

LES SOCIÉTÉS DE PARTICIPATION

au point de vue économique

Les Sociétés de Participation

au point de vue économique

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT

présentée et soutenue le 5 juin 1928, à 14 heures

PAR

LOUIS JANIN

Ancien élève de l'Ecole des Hautes Etudes Commerciales

JURY

Président : M. L. GERMAIN-MARTIN, Professeur.

Suffragants { M. ALLIX, Professeur.
M. LESCURE, Professeur.

LIBRAIRIE

DU

RECUEIL SIREY

(Société anonyme)

22, Rue Soufflot

PARIS (V°)

*La Faculté n'entend donner ni approbation,
ni improbation aux opinions émises dans les thèses ;
ces opinions doivent être considérées comme
propres à leurs auteurs.*



INTRODUCTION — PLAN

L'activité économique du XIX^e siècle a eu, comme corollaire bien connu, la diffusion de la forme sociétaire des entreprises et principalement le développement remarquable de la société par actions.

On a souvent fait ressortir à quel point l'existence de la société par actions a permis la division des profits et charges de l'entreprise et leur répartition sur un nombre considérable de patrimoines.

A l'heure actuelle il n'est pas de patrimoine individuel, si modeste soit-il, qui ne comprenne quelques valeurs mobilières.

Toute société peut également devenir propriétaire de titres d'une autre société. En fait, si l'on passe en revue les principales sociétés par actions de tous les pays, on constate qu'il n'en existe pas qui ne détienne un certain nombre de titres d'autres sociétés.

L'objet de la présente étude est d'envisager l'activité des sociétés dans la mesure où leur actif est constitué par des titres d'autres entreprises, c'est-à-dire dans la mesure où elles constituent des « sociétés de participation ».

La plupart de ces sociétés conservent une activité propre portant sur l'exploitation d'un objet matériel.

Il existe cependant des sociétés dont le seul but est de posséder des titres. Ces dernières sont de pures sociétés de titres, alors que les premières représentent, à notre point de vue, des sociétés d'un type imparfait.

Les unes et les autres donnent lieu à une « substitution de titres ».

Lorsqu'un élément matériel est l'objet d'une propriété sociétaire, les droits de propriété des coassociés sont représentés par les titres qu'ils détiennent.

Si ces titres, au lieu de figurer dans des patrimoines particuliers, sont eux-mêmes la propriété d'une seconde société, il y a « substitution de titres ».

Cette deuxième société apparaît, en effet, comme un intermédiaire ayant, vis-à-vis de ses actionnaires, substitué ses propres titres aux titres de la première société.

Cette substitution se trouve réalisée de façon intégrale dans les pures sociétés de titres ; elle n'apparaît que d'une manière incomplète dans les sociétés dont le capital est en partie seulement utilisé à l'acquisition de titres d'autres entreprises.

Toutes ces sociétés présentent le même caractère extérieur : l'existence d'un poste « Titres en portefeuille » à l'actif de leur bilan. Seul le but économique de la détention de ces titres permet de les distinguer ; ce but est défini par l'intention des dirigeants de la société qui ont investi tout ou partie des capitaux sociaux dans des titres d'autres sociétés.

On peut, à cet égard, répartir en trois catégories principales les sociétés propriétaires de titres ; cette distinction constituera le plan de notre étude ; nous examinerons successivement :

1° les sociétés qui détiennent des titres dans un but de placement et dont le type achevé est la « société de placement »;

2° celles qui détiennent des titres dans un but d'influence et dont le type est la « société de contrôle »;

3° celles qui détiennent des titres dans un but de financement et dont le type est la « société de financement ».

Nous devons signaler que les renseignements relatifs à ces questions de participation sont fréquemment incomplets: il est souvent difficile de connaître le détail du Portefeuille-titres d'une société. Il est vrai que les sociétés américaines donnent presque toutes des précisions sur leurs participations; mais les sociétés européennes font preuve à cet égard d'une réserve traditionnelle; si elles indiquent parfois la nature des titres entrant dans la composition de leur portefeuille, il est extrêmement rare qu'elles acceptent de faire connaître le nombre exact de titres compris dans chacune de leurs participations.

En admettant que la nature et l'importance des participations d'une société soient connues, encore est-il parfois assez délicat d'en déterminer le but exact.

D'un autre côté, il arrive que le but initial d'une participation soit, par la suite, modifié.

D'autre part, le capitaliste qui prend une participation dans les titres d'une société se propose souvent des buts multiples, dont le principal peut être difficile à dégager.

Nous aurons fréquemment l'occasion de reprendre ces indications de façon plus détaillée. Dès maintenant elles nous permettent de faire ressortir que le plan proposé ne doit pas être considéré comme une classification rigide; il ne peut être question de faire rentrer toute société de participation dans

l'une ou l'autre des trois catégories énoncées, de façon que l'étiquette ainsi apposée sur une société suffise à délimiter rigoureusement le champ de son activité.

La réalité économique est plus complexe et plus mouvante que toute théorie : la division indiquée ne doit apparaître que comme un guide, un moyen d'exposition.

Il importe également d'attirer l'attention sur l'imperfection de la terminologie afférente à notre sujet. Parmi les économistes qui ont abordé cette étude, seuls certains écrivains allemands ont cherché à préciser la portée exacte des mots employés. Le plus souvent les auteurs se contentent d'expressions qui visent la généralité des sociétés de titres et ne permettent pas de définir l'activité spéciale de la société envisagée. Certains mots sont à cet égard répandus dans toutes les langues. L'expression « Omnium », qui remonte au début du 19^e siècle, désigne, sans autre précision, un ensemble composé de plusieurs parties, une société dont le capital est réparti entre différentes sortes d'activité (1). L'expression « Holding Company » (2) éveille simplement l'idée d'une société qui détient des titres d'autres sociétés. L'expression « Société de participation » (3) ne définit pas les raisons qui ont amené une société à prendre des participations dans d'autres sociétés.

D'autres mots ont, dans le langage courant, un sens extrêmement large qui ne permet pas de les appliquer exclusivement à une catégorie spéciale de sociétés de titres. C'est ainsi

(1) « Omnium : compagnie financière ou commerciale qui fait indistinctement tous les genres d'opérations » (Larousse).

(2) en allemand : « Holdinggesellschaft ».

(3) en allemand : « Beteiligungsgesellschaft ».

que l'expression « Société financière » (1) désigne une société dont l'activité, quoique très étendue, ne se traduit pas nécessairement par une participation.

Nous nous efforcerons donc d'écarter ces termes insuffisants et d'employer les expressions qui définissent d'elles-mêmes la nature exacte de la participation envisagée, en précisant le but économique recherché par la détention des titres: société de placement (2), société de contrôle (3), société de financement (4).

(1) en anglais : « Financial Company » ou « Financial Trust ».

(2) } en anglais : « Investment Company » ou « Investment Trust ».

 } en allemand : « Kapitalanlagegesellschaft ».

(3) en allemand : « Kontrollgesellschaft ».

(4) en allemand : « Finanzierungsgesellschaft ».

CHAPITRE PREMIER

SOCIÉTÉS DE PLACEMENT

SECTION I

DEFINITION DU PLACEMENT. — MODALITES

On dit qu'un capital flottant se place lorsqu'il a choisi une forme d'emploi à laquelle il se consacre et dans laquelle il entend se maintenir un certain temps.

Le but de tout placement est d'assurer la conservation du capital engagé et d'en retirer une certaine rémunération.

Un placement peut être immobilier ou mobilier. Parmi les placements mobiliers, les plus fréquents, à l'heure actuelle, sont incontestablement les placements en « valeurs mobilières » émises par les sociétés par actions.

Le capitaliste en quête de placement et qui désire se procurer des valeurs mobilières peut procéder de deux façons.

*

Il peut tout d'abord acquérir directement, en bourse ou de gré à gré, avec ou sans les conseils d'un spécialiste, les

valeurs sur lesquelles son choix s'est fixé. Cette méthode de placement est la plus simple, la plus ancienne et la plus répandue. C'est elle qui est employée par l'immense majorité des gros et des petits capitalistes. Les particuliers consacrent leurs économies à l'achat de valeurs de bourse ; les sociétés utilisent en placements de titres leurs fonds non employés par leur activité sociale : placements en actions et obligations s'il s'agit d'une immobilisation de longue durée ; placements en valeurs à court terme (bons émis par les gouvernements) ou de négociation facile (rentes) lorsqu'il s'agit d'une immobilisation temporaire.

*

Le capitaliste peut, d'autre part, recourir à un intermédiaire, c'est-à-dire procéder à un placement indirect. Le cas se présente lorsqu'il acquiert les titres d'une société qui se charge de procéder au placement des fonds qui lui sont confiés par ses actionnaires.

Une telle société est une « société de placement » ; elle se définit : une société qui a pour but de faire bénéficier ses actionnaires des avantages attachés aux placements qu'elle effectue pour leur compte et dans leur intérêt.

Une société de placement utilise complètement le procédé de la substitution de titres lorsque son actif-titres est uniquement acquis avec les fonds versés par ses actionnaires.

Elle n'est au contraire qu'une société imparfaite, à ce même point de vue, lorsque les titres de son actif proviennent à la fois de l'emploi des fonds de ses actionnaires et en même temps d'une autre source, généralement de dépôts.

Un exemple frappant de cette seconde espèce de société

de placement est fourni par la « Bancitaly » de New-York. Cette société, qui est une filiale de la « Bank of Italy » et qui groupe les économies d'une grande partie de la colonie italienne aux Etats-Unis, les utilise exclusivement en placements de titres.

Son actif-titres, qui atteint le chiffre de \$ 252.000.000 au bilan du 20 janvier 1928, constitue un des portefeuilles les plus importants du monde. Il provient à concurrence de \$ 33.000.000 de l'utilisation des dépôts à préavis effectués par la clientèle, alors que le capital-actions de la société ne s'élève qu'à \$ 130.000.000 (1).

La substitution de titres n'intervient donc, au point de vue juridique, que pour le montant du capital: seuls les actionnaires peuvent prétendre à une quote-part des titres et à la perception de leurs revenus. Les déposants ne sont que de simples créanciers auxquels un intérêt contractuel est alloué. En fait, si l'on se place au point de vue économique, actionnaires et déposants bénéficient à des degrés divers des placements de titres effectués par la société. La valeur des titres acquis constitue la garantie du remboursement de leurs capitaux; les profits réalisés sur ces titres sont la source de la rémunération — dividende ou intérêt — qui leur est allouée.

* *

Quels sont les caractères que doit réunir une valeur mobilière pour constituer, aux yeux de l'épargnant, un placement de premier ordre ?

(1) La contre-partie du solde du Portefeuille est représentée par le compte « Profits et Pertes », qui fait apparaître un bénéfice de l'ordre de grandeur du capital-actions.

La qualité primordiale d'un placement est la sécurité. L'épargnant veut être assuré de retrouver le capital mis en réserve.

En même temps, il désire que ce capital lui rapporte un revenu aussi stable et aussi élevé que possible.

En outre, il souhaite que son placement puisse être aisément transformé en argent comptant en cas de besoin. Le titre de placement doit donc être pourvu d'un large marché, être facilement négociable.

D'autre part, et bien que ce soit plutôt là un but de spéculation, il ne déplaît pas à l'épargnant de détenir un titre susceptible à la longue d'une plus-value en capital, qui ne manquera pas de s'accompagner d'une amélioration du montant des coupons.

Enfin le capitaliste apprécie les titres dont il n'a pas à s'occuper, qui ne lui occasionnent aucun souci.

Éliminer toute espèce de préoccupation et toucher des coupons importants, voilà l'idéal du capitaliste détenteur de titres de placement. Mais les qualités qu'il veut trouver dans les valeurs qui composent son portefeuille sont, le plus souvent, contradictoires. Une seule valeur ne peut en effet présenter tous les avantages désirés. Comment, d'autre part, connaître les titres qui se rapprochent le plus du but recherché ?

C'est alors qu'apparaît l'utilité de la société de placement.

SECTION II

ROLE DE LA SOCIÉTÉ DE PLACEMENT

Spécialiste des questions de placement, la « société de

placement » s'y consacre avec une méthode et une expérience qui font défaut au simple particulier. Intermédiaire qualifié entre l'offre et la demande de capitaux, elle connaît les besoins des épargnants et apprécie la solvabilité des émetteurs de titres. Disposant de capitaux importants, elle pratique sur les valeurs qu'elle acquiert une diversification dont le résultat est d'accumuler sur ses propres titres tous les avantages souhaités et d'en faire le type du placement idéal.

*
* *

I° — DIVERSIFICATION DU RISQUE

Le premier soin d'une société de placement est de diversifier les valeurs de son portefeuille. On peut dire qu'elle reprend à son compte les conseils de sagesse du bon sens populaire et qu'elle s'efforce de ne pas « mettre tous ses œufs dans le même panier ».

Toute acquisition de valeur mobilière entraîne en effet avec elle un risque particulier qui est le risque du placement. Ce risque peut lui-même provenir de deux causes: ou bien c'est le risque inhérent à une valeur considérée isolément; ou bien c'est le risque général inhérent aux conditions d'ensemble du marché des titres; l'un et l'autre affectent le capital investi et le revenu alloué.

Le risque du placement constitue d'ailleurs, dans un sens général, aussi bien un espoir de gain qu'une crainte de perte. La diversification permet de se prémunir contre les mauvais résultats provenant de circonstances particulières à une valeur déterminée. Elle permet d'autre part de consacrer une partie de ses capitaux à l'acquisition de valeurs spéculatives,

mais susceptibles de faire apparaître rapidement une plus-value importante.

*
* *

A) LA DIVERSIFICATION ECARTE LES DANGERS DU RISQUE DE PLACEMENT

* *

a) *Risque spécial à chaque valeur*

Pour éliminer dans toute la mesure du possible le risque spécial à chaque valeur, la société de placement doit détenir des titres qui ne soient pas soumis au même risque. Etant donné qu'il existe un grand nombre de risques distincts, elle est donc amenée à envisager ses placements à des points de vue très différents, de façon à composer un portefeuille garanti contre chaque espèce de risque.

*

Il importe qu'une société de placement s'intéresse à plusieurs branches d'activité économique. De cette façon, son portefeuille est moins sensible aux répercussions des crises pouvant frapper une de ces industries. Cette règle de prudence élémentaire a été de tout temps reconnue et généralement observée.

Les sociétés de placement qui ne s'y étaient pas conformées dès le début de leur existence ont peu à peu été contraintes de s'y soumettre sous peine de périliter et de disparaître. Les avantages de cette diversification ont été particu-

lièrement démontrés aux sociétés orientées vers une branche d'activité spéculative.

Il est à cet égard intéressant de noter que les sociétés de portefeuille possédant uniquement des titres de mines d'or ont été tôt ou tard amenées à ne pas se cantonner dans cette spécialité.

L'« Association Minière », la « Central Mining », la « General Mining », la « Goldfields », la « Rand Mines » ont ainsi constaté l'irrégularité de leurs résultats bénéficiaires lorsque leurs portefeuilles étaient uniquement composés de valeurs minières de l'Afrique du Sud, titres de mines d'or ou d'entreprises solidaires de l'industrie aurifère. Afin d'égaliser leurs risques et de stabiliser leurs revenus, ces sociétés se sont efforcées récemment de varier la composition de leur portefeuille; elles s'intéressent à d'autres métaux (cuivre, étain, platine, plomb...), à des exploitations de pétrole, à des entreprises immobilières, industrielles, etc...

De même la « Financière des Caoutchoucs », loin de se borner à détenir des valeurs de caoutchouc, dont les résultats sont soumis à de très grandes variations, a acquis des intérêts dans d'autres cultures (tabac, café, palmiste...).

L'utilité d'un portefeuille bien diversifié apparaît, en dehors de toute activité spéculative, lorsqu'un groupe est, par suite de circonstances exceptionnelles, l'objet d'une dépression prolongée: la société belge « Compagnie Générale de chemins de fer secondaires » avait depuis sa fondation (1881) un portefeuille entièrement composé de valeurs de chemins de fer locaux et de tramways, cependant répartis dans de nombreux pays d'Europe, d'Asie et d'Amérique. Par suite de la guerre, l'industrie des chemins de fer a été placée pendant plusieurs années dans des conditions de rendement dé-

ficitaire; ne trouvant plus dans ces titres un rapport assez rémunérateur, la société a élargi son champ d'action, modifié sa raison sociale (« Compagnie Générale de chemins de fer et d'entreprises ») et se tourne actuellement vers des entreprises de construction et d'électricité.

De façon plus générale, l'expérience a permis de constater que certaines industries (électricité, gaz) sont assez stables et relativement peu touchées pendant les périodes de marasme économique; d'autres au contraire (fer, acier, cuivre) passent fréquemment d'une prospérité exceptionnelle à une dépression profonde : selon l'expression de A. Carnegie, ces industries sont « soit prince, soit mendiant ». Dans ces conditions, une société de placement agira prudemment en partageant ses investissements entre des valeurs de l'une et l'autre catégorie.

Dans le même ordre d'idées, il est intéressant pour une société de placement de détenir à la fois des titres émis par des personnes publiques et des titres de sociétés privées. En effet, les valeurs d'Etats, de Départements, de Municipalités sont en général assurées d'une stabilité beaucoup plus forte que celles d'une entreprise privée soumise plus directement à de nombreuses influences particulières.

*

Dans la mesure où les placements d'une société s'appliquent à une même activité économique, il est bien évident qu'ils doivent être répartis entre plusieurs entreprises de ce groupe. De cette façon, en effet, la société éliminera les risques particuliers à chaque exploitation (conditions de lieu, d'organisation, de personnel ouvrier ou dirigeant...).

Les nombreux omniums de gaz, d'électricité et de chemins de fer présentent à cet égard des portefeuilles divisés à l'extrême car ils sont composés d'une multitude d'entreprises distinctes.

*

La division du portefeuille d'une société de placement doit être également réalisée au point de vue géographique. En effet, cette répartition en centres d'activité territorialement distincts permet de se garantir contre plusieurs risques provenant de la situation locale des entreprises envisagées. La division géographique s'accompagne le plus souvent d'une division internationale qui permet d'éliminer des risques particuliers à l'activité d'une nation.

Il est certain par exemple que si toutes les entreprises comprises dans le portefeuille d'une société de placement sont groupées dans la même région, elles sont susceptibles d'être éprouvées soit par des conditions climatiques défavorables, soit par un cataclysme local; elles peuvent d'autre part, au cas de guerre, se trouver englobées dans la zone des opérations militaires et être de ce fait incapables de poursuivre leur activité normale.

Au point de vue économique, certaines régions ou certaines nations sont spécialisées dans une production particulière dont l'activité conditionne celle de toutes les autres entreprises du pays.

Il serait par exemple imprudent pour une société de placement de détenir uniquement des valeurs brésiliennes, étant donné que la prospérité de ce pays dépend principalement de la vente du café; de même l'Argentine vit du bétail, l'Afri-

que du Sud du diamant et de l'or, le Chili du cuivre et des nitrates, etc...

Les sociétés de portefeuille des Etats-Unis qui placent leurs capitaux dans l'industrie des chemins de fer ont remarqué depuis longtemps que le rendement des chemins de fer des différents Etats se trouve conditionné par l'activité dominante du pays qu'ils desservent; il existe ainsi des compagnies de chemins de fer qui dépendent du charbon, d'autres du coton, d'autres des céréales, d'autres des courants transcontinentaux, etc... En conséquence ces sociétés de placement choisissent les titres des Compagnies de chemins de fer de façon à réaliser un portefeuille susceptible de profiter de la prospérité de plusieurs branches d'industrie et de ne pas perdre toute sa valeur si l'un de ces groupes se trouve atteint par une crise.

En dehors des crises particulières affectant une activité déterminée, la société de placement doit s'efforcer de parer aux conséquences des crises plus vastes qui s'étendent parfois sur tous les groupes d'activité d'une nation ou d'un continent. Il est certain que les effets d'une crise économique générale sont très difficiles à éviter pour une société de placement. Une division géographique très poussée lui permettra cependant d'en atténuer les effets. Il est rare, en effet, qu'une crise frappe avec la même intensité toutes les nations productrices. D'autre part, les effets d'une crise ne se font pas sentir dans tous les pays au même moment ; on constate fréquemment un décalage assez sensible entre les dates auxquelles se produit dans chaque pays l'effet maximum de la crise. La division internationale des titres d'une société de placement lui permettra donc de résister avec le minimum de pertes aux conséquences désastreuses d'une crise générale.

La société de placement qui pratique une division internationale de ses participations se couvre par là-même du risque politique commun à toutes les entreprises ressortissant du même gouvernement. L'exemple de la Russie est à cet égard particulièrement frappant. Par suite du régime politique qui gouverne ce pays depuis 1917, toutes les entreprises d'ordre capitaliste installées en Russie se sont vues désorganisées et frappées de stérilité. Beaucoup de sociétés de placement ont eu à se repentir d'avoir employé leurs capitaux en Russie dans une proportion trop élevée.

Sans immobiliser toute la vie économique d'un pays, un gouvernement édicte souvent, pour une activité particulière, des mesures d'ordre législatif qui réagissent sur la productivité des entreprises de ce groupe. Il importe donc, si l'on s'intéresse spécialement à cette activité, de détenir des participations dans des pays différents.

On peut citer par exemple la situation créée ces dernières années aux valeurs caoutchoutières par l'application du plan Stevenson. Ce plan, qui comportait une restriction de la production caoutchoutière, ne pouvait s'imposer qu'aux pays soumis à l'influence anglaise ; son but était de favoriser la hausse des cours du caoutchouc par une limitation des quantités de cette matière offertes sur le marché (1) ; cet effet fut atteint dans une large mesure et les valeurs anglaises de caoutchouc enregistrèrent des plus-values importantes. Mais les sociétés échappant au contrôle anglais, en particulier les sociétés hollandaises, profitèrent de la hausse des cours sans pour cela restreindre leur production, qu'elles s'efforcèrent

(1) Le gouvernement anglais vient d'annoncer (avril 1928) que ces restrictions cesseraient de s'appliquer à dater du 1^{er} novembre 1928.

au contraire de développer de façon très intense (1). Les bénéfices réalisés par ces sociétés s'accrurent dans des proportions extraordinaires. Dans ces conditions, les trusts de caoutchouc qui possédaient à la fois des valeurs anglaises et des valeurs hollandaises purent participer à l'exceptionnelle fortune de ces dernières.

Une société de placement qui possède des participations dans différents pays s'assure d'autre part une garantie contre les variations des monnaies nationales. Ce risque de change qui, dans les périodes de paix, paraît parfois inexistant, se révèle brusquement comme très réel à la suite des conflits armés. Les bouleversements occasionnés par la guerre de 1914 ont influé dans des mesures très variées sur les monnaies des pays belligérants ; ils ont consolidé d'autre part les monnaies de la plupart des pays neutres. Les sociétés de placement qui détenaient à la fois des titres en devises « dépréciées » et des titres en devises « appréciées » ont pu supporter plus aisément les fluctuations des cours des diverses monnaies.

*

Il est un autre risque contre lequel doivent se prémunir les sociétés de placement : si elles ne possèdent que des titres à revenu variable (actions, parts de fondateur) elles s'exposent à voir diminuer, le cas échéant, le rendement de leur

(1) En 1922, avant la restriction de la production anglaise, 67 % du caoutchouc vendu était d'origine anglaise et 33 % d'origine hollandaise. En 1927, la production anglaise ne représentait plus que 49 % contre 51 % à la production hollandaise (« Daily Mail », 5 Avril 1928).

portefeuille, ce qui ne leur permettrait pas d'assurer chaque année à leurs propres titres le revenu qu'en attendent leurs détenteurs.

En effet, les actions ne représentent qu'un droit de copropriété dans l'actif social. Elles ne reçoivent qu'un dividende variable, dont le chiffre est fixé après application aux bénéfices bruts de toutes les charges de la société. En cas de liquidation elles ne viennent à la distribution de l'actif qu'après le remboursement de tous les créanciers sociaux. De leur côté, les parts de fondateur ne donnent droit qu'à un pourcentage des bénéfices nets.

Au contraire, la possession de valeurs à revenu fixe (obligations) entraîne une régularité de revenu qui profite aux propriétaires des titres des sociétés de placement ; car les obligations représentent des droits de créance, auxquels est allouée une rémunération fixe et déterminée par avance. Le service des obligations est considéré comme une charge de l'entreprise, incorporée dans ses frais généraux ; à la liquidation, elles sont remboursées au même titre que les autres créanciers sur les deniers provenant de la réalisation de l'actif.

Théoriquement, les obligations procurent donc un revenu plus stable que celui des actions et parts de fondateur. D'autre part elles assurent de façon plus certaine le remboursement du capital investi.

En fait cependant, dès qu'il s'agit de sociétés sérieuses et depuis longtemps établies, cette distinction perd beaucoup de son importance. De telles sociétés sont en effet pratiquement assurées d'une marge bénéficiaire qui leur permettra de distribuer régulièrement aux actions un dividende au moins égal à l'intérêt alloué aux obligations. Par ailleurs, la

valeur de leur actif garantit aussi bien le remboursement du capital-actions que celui du capital-obligations.

Dans ces conditions, de telles actions ne présentent pas une sécurité moindre que des obligations ; elles offrent au contraire des avantages particuliers (augmentation du dividende, plus-value en capital) que ne peuvent donner les obligations. En outre une répartition des fonds de la société de placement entre les actions de plusieurs sociétés renforce encore la stabilité du revenu des capitaux ainsi employés.

En définitive la société de placement ne doit préférer l'obligation que pour des entreprises n'ayant pas encore fait leurs preuves ou ne jouissant pas d'une renommée incontestée.

* *

b) *Risque inhérent au marché des titres.*

L'expérience permet de constater que le marché des valeurs est affecté par des mouvements d'ensemble qui marquent tantôt un abaissement tantôt une élévation du loyer de l'argent.

Dans les périodes où le taux de l'intérêt diminue, les valeurs à revenu fixe enregistrent une plus value en capital et dépassent le pair ; au contraire lorsque le taux de l'intérêt augmente, la valeur marchande de ces titres diminue. Ces titres sont donc sensibles aux conditions du marché général de l'argent.

Par contre la valeur effective des titres à revenu variable dépend surtout du montant de leurs dividendes. Or ce revenu n'est pas en corrélation directe avec le taux de l'intérêt ;

il dépend principalement de la marge bénéficiaire dont l'entreprise peut profiter dans sa sphère d'activité. C'est ainsi que la valeur des actions des Banques françaises n'a cessé d'augmenter pendant la période qui s'est écoulée entre 1885 et 1913. Or, pendant cette période, le taux de l'intérêt de l'argent n'a varié que dans de faibles proportions :

Année	Crédit Lyonnais		Banque de Paris et des Pays-Bas		Taux d'Escompte de la Banque de France au 1 ^{er} Janvier
	Cours moyen	Dividende	Cours moyen	Dividende	
1885	534	15	688	30	6
1890	755	30	821	45	3
1895	812	34	804	40	2 1/2
1900	1.086	50	1.111	55	4 1/2
1905	1.130	50	1.404	60	{ 20 jours seulement ; 4 dès le 11 janvier ; 3 1/2 dès le 25 janvier. }
1910	1.430	60	1.815	75	
1913	1.661	65	1.744	75	

*

En dehors de ces variations du loyer de l'argent, qui se réalisent insensiblement et s'étendent sur des périodes assez longues, d'autres phénomènes plus fréquents ont également leur influence sur le taux de l'intérêt. C'est ainsi que ce taux s'élève assez rapidement à chaque crise économique pour s'abaisser ensuite pendant plusieurs années. Les titres à revenu fixe ressentent le contre-coup de ces variations. Les titres à revenu variable sont également affectés par le déséquilibre économique résultant de la crise ; un travail d'adaptation est en effet nécessaire à chaque entreprise pour lui permettre de reconstituer son chiffre d'affaires et de calculer la marge à conserver entre ses prix de vente et ses prix de revient .

*

Des événements accidentels provenant d'autres causes font également ressortir que les obligations et les actions ont, sur le marché, une tenue différente.

La baisse profonde du franc, conséquence de la guerre de 1914, a eu pour résultat de faire subir des pertes importantes, en capital et en revenu, aux porteurs d'obligations ; les actions des sociétés de premier plan, sans avoir vu leur valeur en bourse augmenter en proportion de la baisse du franc-papier, ont cependant occasionné à l'épargne des pertes moins considérables.

L'indice général des valeurs cotées à la Bourse de Paris (1), qui est calculé sur la base de 100 pour l'année 1913, donne en effet les indications suivantes pour le mois de février 1928 :

Valeurs françaises à revenu fixe (52 valeurs) 80,2

Valeurs françaises à revenu variable (298 valeurs) 334

Etant donné que le franc a perdu les $\frac{4}{5}$ ^e de sa valeur d'avant-guerre, on constate que les porteurs de valeurs à revenu fixe ont perdu 84 % de leur capital, alors que les porteurs de valeurs à revenu variable n'ont subi qu'une perte de 33 %.

Il résulte des indications ci-dessus que les titres à revenu fixe sont, de façon générale, plus sensibles aux mouvements du marché susceptibles d'entraîner une baisse de leur valeur; les titres à revenu variable émis par des collectivités bien gérées ont au contraire plus de ressort et sont à même de réagir avec plus de souplesse contre les événements fâcheux; par ailleurs ils profitent tout autant que les titres à revenu fixe des périodes de prospérité générale.

(1) Bulletin de la Statistique générale de la France.

En conséquence, une société de placement soucieuse de réaliser pour une longue période la sécurité et la stabilité de ses investissements devra, semble-t-il, préférer aux obligations et rentes, des actions de sociétés solidement établies.

*
* *

B) LA DIVERSIFICATION PERMET DE COURIR CERTAINS RISQUES A L'EFFET DE PROFITER DES AVANTAGES CORRESPONDANTS.

Les titres de certaines sociétés offrent pour le placement un risque connu d'avance ; ou bien c'est une société dont l'avenir est envisagé sous un jour peu favorable ; ou bien c'est une entreprise qui n'a pas encore donné de résultats. Il semble à première vue que de telles valeurs devraient être rigoureusement écartées du portefeuille d'une société de placement. Pourtant ce risque est le plus souvent compensé par un avantage, soit immédiat, soit éventuel ; l'avantage immédiat est constitué par un rendement élevé, l'avantage éventuel est représenté par un espoir de plus-value. Il serait donc intéressant pour la société de placement de pouvoir bénéficier de ces avantages, tout en limitant le plus possible le risque correspondant.

La diversification de son portefeuille lui permet d'atteindre ce double résultat. En premier lieu la société peut ne consacrer qu'une partie de ses capitaux à l'acquisition de ces valeurs spéculatives. D'autre part, elle aura soin de s'intéresser à plusieurs catégories de valeurs spéculatives. Cette double diversification réduira le risque au minimum. De plus, si les prévisions optimistes faites à l'occasion des entreprises en question se réalisent, la société de placement

disposera de ressources notablement accrues. Les revenus qu'elle encaissera lui permettront d'améliorer sensiblement les dividendes distribués à ses propres actionnaires; les plus-values qu'elle réalisera sur les capitaux placés constitueront des réserves pour de nouveaux placements, ce qui renforcera d'autant les garanties que la société présente pour ses actionnaires.

* *

Parmi les titres qui attirent l'attention des sociétés de placement en raison de leur rendement avantageux, on peut citer les titres des industries qui sont particulièrement sensibles aux moindres fluctuations de l'activité économique, par exemple les industries de luxe.

Les valeurs étrangères et coloniales assurent également un revenu supérieur au revenu moyen des valeurs nationales. Nous avons indiqué ci-dessus les raisons qui rendent ces valeurs plus risquées ; d'autre part, elles proviennent le plus souvent de pays neufs qui ont besoin de gros capitaux pour leur organisation économique. Or la mise en valeur de ces pays procure généralement des profits supérieurs à ceux qui peuvent être réalisés par les industries similaires d'un pays déjà organisé. Ces valeurs étrangères offrent donc au capitaliste un taux d'intérêt particulièrement rémunérateur. Les collectivités étrangères doivent d'ailleurs, lorsqu'elles sollicitent l'épargne d'un pays, tenir compte d'un élément psychologique qui est la répugnance instinctive de tout capitaliste à expatrier ses fonds (1).

(1) On a calculé la différence d'intérêt nécessaire pour attirer des capitaux à l'étranger : avant-guerre, les capitalistes français et anglais demandaient une différence moyenne de 1,25 % ; après-guerre, les capitalistes américains demandent environ 1,77 % (Edwards - Investing in Foreign Securities).

De toute façon, cette différence de rendement est assurée pour une grande période de temps. Les sociétés de placement acceptent donc à juste titre de courir pour une partie de leur portefeuille un risque qui procure en contre-partie un avantage aussi intéressant.

Nous aurons même l'occasion de rencontrer des sociétés de placement qui se spécialisent dans la détention de valeurs étrangères ou coloniales ; le risque élevé qu'elles courent doit alors être compensé par une diversification très poussée.

* *

En dehors des titres risqués, qui assurent d'ores et déjà un revenu élevé, la société de placement peut également faire une place dans son portefeuille à des actions qui ne procurent à l'heure actuelle aucun revenu ou un revenu insignifiant et qui laissent espérer pour un avenir plus ou moins éloigné un rendement élevé.

Tous les titres de cette catégorie s'appliquent à des activités de création récente, se trouvant encore dans la période de mise en route et qui n'ont pas encore eu le temps de donner des résultats bénéficiaires.

Ce sont par exemple les actions afférentes à une branche nouvelle d'industrie dont les possibilités de rendement sont mal connues, à l'exploitation d'un brevet technique qui n'a pas encore fait ses preuves ; ce sont également les actions des entreprises des pays neufs. Dans tous ces cas, des immobilisations de fonds sont nécessaires, qui pendant toute la période de lancement ne seront pas productives.

Les sociétés de placement peuvent employer une partie

de leurs fonds à l'acquisition de ces titres ; car, au cas de réussite, ces derniers assureront à leurs propriétaires une rémunération rapidement progressive ; ils constitueront alors une source très intéressante de revenus pour ces sociétés de placement.

*
* *

2° CREATION D'UN TITRE NEGOCIABLE REpondant

AUX BESOINS DES EPARGNANTS

Lorsqu'un capitaliste désire s'intéresser aux titres d'une entreprise étrangère, il est fréquemment arrêté par les difficultés que présenterait, le cas échéant, la réalisation de ces titres. De tels titres, non négociables en bourse, ou pourvus d'un marché très restreint, ne sauraient en effet répondre aux préoccupations du capitaliste qui veut conserver la faculté de transformer à volonté son épargne en argent comptant. Car s'il est contraint de réaliser précipitamment des titres qui n'ont pas un large marché, il sera le plus souvent obligé de se contenter d'un prix inférieur à la valeur réelle de ces titres. Il subira donc une perte importante sur un capital qu'il avait précisément mis en réserve pour les cas imprévus.

C'est ainsi que la négociabilité d'un titre est, aux yeux du capitaliste en quête de placement, un élément important de décision.

Or la société de placement permet d'éviter les inconvénients que présente une valeur lorsqu'elle n'est pas dotée d'un large marché.

La société peut en effet placer ses fonds, tout au moins en partie, dans des valeurs qui ne sont pas couramment cotées. Elle n'a pas à prévoir qu'elle sera, le cas échéant, appelée à réaliser hâtivement tout ou partie de son portefeuille. D'autre part les propres titres de la société de placement s'adressent, sur la place où ils sont émis, à un public étendu ; ils sont donc cotés et jouissent d'un large marché.

Par le moyen de cette substitution de titres, la société de placement permet donc au capitaliste d'avoir une participation, indirecte mais certaine, dans une entreprise étrangère rémunératrice, tout en conservant à son placement la liquidité souhaitée.

Cet avantage de la société de placement a été particulièrement apprécié dès le 19^e siècle par les capitalistes anglais qui se sont intéressés aux valeurs coloniales de l'Empire britannique ou aux valeurs étrangères. Les nombreuses sociétés de placement qui se sont consacrées à cette spécialité leur ont ainsi offert des titres largement négociables en bourse de Londres.

*

Les sociétés de placement ne limitent pas leur rôle à la création d'un titre facilement négociable ; elles s'efforcent en outre d'offrir au public les diverses catégories de titres susceptibles de lui convenir.

Les titres des sociétés de placement peuvent en effet être de deux sortes. Ce sont soit des actions, soit des obligations.

Les obligations sont appréciées par l'épargnant qui tient avant tout à la stabilité du dividende et au remboursement intégral du capital. Les actions intéressent au contraire l'épargnant qui, tout en recherchant un placement rémuné-

rateur et assuré, accepte de courir un risque très limité dans l'espoir d'obtenir une amélioration de son revenu et une valorisation de son capital.

Parmi les actions, certaines sociétés de placement ont distingué :

1° des *actions de préférence* donnant droit, sur la répartition des bénéfices, à un intérêt fixe prélevé en premier rang; au cas de liquidation, ces actions sont remboursées avant toute distribution aux autres catégories d'actions.

2° des *actions ordinaires* ayant droit à la répartition du solde du bénéfice, après prélèvement de l'intérêt des actions de préférence ; au jour de la liquidation, ces actions se partagent le solde de l'actif après remboursement des obligations.

Alors que les premières s'adressent à l'épargnant en quête de placement, les secondes attirent surtout l'épargnant recherchant un gain spéculatif.

On peut citer le cas d'« Investment Trusts » anglais spécialisés dans l'acquisition de titres de Compagnies de chemins de fer. Ces dernières allouent généralement à leurs actionnaires un dividende fixe, payé très régulièrement et un dividende complémentaire, très variable. Les Investment Trusts qui détiennent ces titres ont émis :

1° des actions de préférence (1) avec un intérêt déterminé, égal au dividende fixe versé par les Compagnies ;

2° des actions ordinaires (2) ayant droit au dividende complémentaire.

(1) « preferred certificates ».

(2) « deferred certificates ».

*

En résumé les sociétés de placement ont créé toute une gamme de titres négociables, susceptibles de répondre aux désirs de toutes les nuances d'épargnants.

*
* *

3° GESTION D'AFFAIRES PAR DES DIRIGEANTS EXPERIMENTES

La société de placement met d'autres avantages à la disposition du capitaliste. Elle le fait bénéficier de l'expérience et de l'activité de ses dirigeants.

Notus avons fait ressortir ci-dessus le nombre et la complexité des problèmes théoriques qui se posent à l'épargnant en quête de placement. Il n'est pas exagéré de soutenir que bien peu de capitalistes particuliers ont les capacités nécessaires pour leur donner la solution la plus conforme à leurs intérêts. Seraient-ils capables de saisir la portée de ces questions, encore faudrait-il qu'ils aient le temps et le goût de se consacrer à cette étude. D'ailleurs, beaucoup de ces questions ne peuvent pratiquement se poser pour le petit épargnant, disposant d'un capital relativement minime.

Au contraire, les dirigeants d'une société de placement sont des techniciens spécialisés dans la recherche des meilleures solutions ; ils peuvent et doivent examiner dans toute leur ampleur les différents aspects de la division d'un portefeuille, car ils ont à leur disposition des fonds importants.

D'autre part, il ne suffit pas d'envisager les considérations d'ordre général qui doivent présider à la constitution d'un portefeuille ; il s'agit ensuite de faire un choix parmi les va-

leurs susceptibles de remplir les conditions requises. A cet égard, le petit épargnant est en général complètement privé de moyens d'information sérieux. Le plus souvent il agit un peu au hasard, suivant les conseils de personnes qui se prétendent renseignées, mais dont l'horizon ne dépasse pas en réalité la petite spéculation boursière et qui ne présentent même pas toujours les garanties d'impartialité désirables. S'il s'adresse à un établissement de crédit, il se verra recommander les valeurs en cours d'émission aux guichets de la banque. De toute façon, aucun de ses conseillers ne s'occupe de la constitution d'ensemble de son portefeuille. Il n'est pas à même de vérifier la situation des entreprises dont les valeurs lui sont indiquées. Son ignorance est généralement accompagnée d'une grande crédulité.

La société de placement, au contraire, dispose de renseignements précis et tenus à jour au sujet des entreprises dont elle détient des titres. Les acquisitions sont faites en connaissance de cause après étude des bilans de ces entreprises. Possédant une expérience approfondie des principales valeurs du marché, elle est dans les meilleures conditions possibles pour faire un choix offrant toute garantie.

En dehors des difficultés inhérentes à la constitution de son portefeuille, le petit épargnant se heurte également aux opérations multiples qu'entraîne sa gestion. La société de placement le décharge à cet égard de tout souci. Elle remplit en son lieu et place les formalités relatives aux assemblées, exerce son droit de vote, encaisse les coupons, effectue les recoupponnements, échanges, touche le montant des titres amortis ou remboursés etc... Comme d'autre part elle apporte à l'administration de son patrimoine-titres des méthodes de prévoyance qui ne sont pas utilisées par les particuliers, elle

constitue des réserves, pratique des amortissements, ce qui lui permet d'assurer la stabilité du revenu qu'elle alloue au détenteur de ses propres titres. En outre elle met de côté des provisions destinées à faire face soit à la libération des titres non entièrement libérés, soit aux augmentations de capital pouvant se produire dans les sociétés dont elle détient des titres. Par suite, en cas d'appel de fonds, elle ne se trouve pas prise au dépourvu ; si une souscription à de nouveaux titres se présente dans des conditions intéressantes pour les possesseurs des titres anciens, elle peut profiter de cette occasion de réaliser un bon placement. La souplesse qu'elle sait assurer à sa trésorerie lui donne, de façon générale, la faculté de prendre part à toute opération avantageuse qui se présente, et dont sa connaissance du marché lui permet de profiter aussitôt. Si la situation d'une des entreprises auxquelles elle participe devient inquiétante, elle en sera informée rapidement et pourra prendre les précautions nécessaires. Enfin, chaque fois que, pour une raison quelconque, elle aura des fonds disponibles, elle saura choisir les valeurs à acquérir en remploi.

*

L'activité des sociétés de placement entraîne donc des avantages sensibles au profit des épargnants qui sont leurs actionnaires. Mais l'intervention de ces sociétés peut également avoir de mauvais résultats.

En effet, les dirigeants de ces sociétés se laissent parfois entraîner à des opérations qui sortent du cadre des opérations de placement. Il est en effet reconnu que les personnes qui vivent en contact avec le marché des valeurs mobilières ont tendance à devenir des spéculateurs sur titres. Certains

dirigeants de sociétés de placement ne se contentent plus d'assurer le revenu des titres de la société, mais ils cherchent à réaliser des différences en capital, achetant, revendant, s'intéressant à des valeurs qui ne sont pas toujours des titres de première catégorie. Leurs sociétés deviennent alors des sociétés de spéculation sur titres. Quelques opérations heureuses peuvent permettre de réaliser pendant un certain temps des bénéfices plus élevés ; puis les dirigeants devenant plus hardis se risquent à tenter des combinaisons plus fragiles et tôt ou tard dilapident les fonds confiés à leur gestion.

Or les épargnants, actionnaires d'une société de placement, n'ont pas la possibilité d'exercer un contrôle effectif sur la gestion du portefeuille de la société. Il n'est pas possible de subordonner à l'assentiment d'une Assemblée Générale chaque modification de ce portefeuille. Ce serait condamner la société à l'inaction et à tous les dangers qu'elle entraîne dans le domaine particulièrement mouvant des valeurs mobilières.

Les statuts de la société ne peuvent donc que laisser la plus grande liberté à la gérance. Tout au plus peuvent-ils prévoir, comme dans certains « Investment Trusts » anglais, des limitations d'ensemble ; de telles clauses précisent par exemple la nature des titres à acquérir ou fixent le pourcentage maximum du portefeuille pouvant être employé dans la même valeur. Mais ces restrictions s'avèrent en pratique assez illusoire.

Le droit de regard qui appartient aux actionnaires à l'occasion des assemblées est une faculté dont se servent bien peu d'actionnaires, surtout quand il s'agit de petits épargnants n'ayant pas l'habitude des assemblées et dissémi-

nés sur tous les points du territoire. Il est d'ailleurs relativement facile à la direction d'une société d'écarter en assemblée les critiques faites sur sa gestion par des actionnaires isolés.

Encore avons nous supposé jusqu'ici que les dirigeants de certaines sociétés de placement se laissent, de bonne foi, entraîner à des spéculations hasardeuses. Mais il peut se présenter que les gérants s'allouent des parts de fondateur, sur lesquelles ils ont intérêt à toucher de gros revenus ; à cet effet ils se livrent à des opérations de spéculation. Certains gérants ont été jusqu'à utiliser le portefeuille de la société pour influencer sur le marché d'une valeur qui les intéresse, ce qui leur permet de réaliser sans coup férir de fructueuses opérations.

Etant donné que l'épargnant se trouve très imparfaitement garanti contre ces dangers de spéculation, il doit apporter tous ses soins à choisir des sociétés de placement dirigées par des personnes dignes de confiance et ayant derrière elles un long passé de gestion prudente et habile ; à cet égard la régularité et la stabilité des dividendes alloués pour les exercices écoulés sera un indice de grande valeur.

SECTION III

DEVELOPPEMENT HISTORIQUE DES SOCIÉTÉS DE PLACEMENT

Les sociétés de placement prennent surtout naissance dans les contrées où la richesse acquise est considérable et où les capitalistes sont suffisamment avertis pour apprécier les avantages d'un tel organisme.

Si l'on cherche à retracer brièvement l'histoire des sociétés de placement, on constate leur développement dans les principaux pays qui depuis le début du 19^e siècle ont bénéficié d'une prospérité économique permettant l'accumulation d'importants capitaux en quête de placement.

*
* *

La première société qui ait, dans une certaine mesure, poursuivi les buts et pratiqué les méthodes d'une société de placement est une société hollandaise, la « Compagnie Générale de Hollande », fondée en 1822 et devenue en 1830, à la suite de la séparation de la Belgique et des Pays-Bas, la « Société Générale de Belgique ». Mais elle ne s'est pas cantonnée dans des acquisitions de titres en vue du « placement ».

Elle a en effet, au cours de son existence, changé plusieurs fois d'orientation et son activité, extrêmement complexe, s'est répartie entre de nombreux domaines. Toujours est-il qu'à l'heure actuelle elle constitue en partie, aux yeux de ses actionnaires, une « société de placement ». Pour un capital-actions de francs-belges 362.000.000, elle détient en effet un portefeuille porté au bilan du 31 décembre 1927 pour f. b. 526.000.000, mais d'une valeur bien supérieure, et qui comprend de nombreux titres de toutes catégories.

En 1849 apparaît pour la première fois une société fondée dans le but unique de placer les capitaux à elle confiés : une société suisse au nom caractéristique « Omnium, société civile genevoise d'emploi de fonds » est créée à cette date par des banquiers de Genève pour acheter des valeurs étrangères.

Il faut toutefois arriver jusqu'en 1852 pour trouver une société posant de façon théorique le principe de la substitu-

tion de titres et envisageant son application en vue du placement indirect des valeurs mobilières. Les statuts du « Crédit Mobilier », fondé à cette date par les Frères Péreire, définissaient de la façon suivante le rôle de cet établissement :

« 1°) Souscrire ou acquérir des effets publics, des actions « ou des obligations dans les différentes entreprises industrielles ou de crédit constituées en sociétés anonymes, et « notamment dans celles de chemins de fer, de canaux et « de mines, d'autres travaux publics, déjà fondées ou à fonder ;

« 2°) émettre pour une somme égale à celle employée à ces « souscriptions et acquisitions ses propres obligations ».

On doit toutefois remarquer que les créateurs du « Crédit Mobilier » se proposaient principalement d'utiliser la substitution de titres en vue d'obtenir du crédit à long terme en faveur des sociétés commerciales et industrielles. En effet, il était encore difficile à cette époque de placer directement dans le public les valeurs de ces entreprises. L'institution d'une société de titres était un subterfuge pour attirer l'épargne. Si les obligations étaient destinées à être des titres de remement en Angleterre, où la substitution de titres fut néanmoins le financement de l'industrie et du commerce (1).

L'exemple du « Crédit Mobilier » fut suivi tout particulièrement en Angleterre, où la substitution des titres fut spécialement utilisée en vue du placement. A partir de 1860 on assiste en effet à la constitution de nombreuses sociétés fondées dans un but unique de placement, les « Investment

(1) En fait, d'ailleurs, le plan des fondateurs du « Crédit Mobilier » ne fut pas réalisé, le gouvernement s'étant refusé à autoriser l'émission des obligations prévues. Le « Crédit Mobilier » ne put effectuer le financement que sur une petite échelle et s'occupa surtout d'émissions et de spéculations sur titres.

Trusts ». Dès cette époque les statuts de ces sociétés précisent de façon très nette leur raison d'être et les conditions de leur fonctionnement.

«...Donner au détenteur d'un petit capital les avantages
« que possède le gros capitaliste, en diminuant le risque
« inhérent aux placements en titres de gouvernements étran-
« gers et de colonies, par une répartition du placement en-
« tre un grand nombre de valeurs différentes, et en mettant
« de côté une portion des revenus pour rembourser le capi-
« tal originaire ».

(Extrait des statuts du « Foreign and Colonial Investment Trust » fondé en 1864).

Ces sociétés prirent un grand développement jusque vers 1890. Elles furent l'intermédiaire actif entre les capitalistes anglais et les nombreuses entreprises de tous ordres auxquelles s'intéressaient les Anglais, soit dans leurs colonies soit dans les pays étrangers.

Quelques unes d'entre elles s'écartèrent des principes d'une sage gestion ; au lieu de chercher leurs bénéfices dans la perception de revenus régulièrement assurés, elles voulurent réaliser des différences de cours et se transformèrent en sociétés de spéculation sur titres ; mais, dès la première crise économique sérieuse (1890), ces sociétés subirent des pertes sévères.

Au contraire, les sociétés gérées selon les règles normales du placement résistèrent victorieusement à cette crise, qui fut la première preuve expérimentale de la viabilité de leur constitution.

A l'heure actuelle, le marché de Londres comporte encore de nombreux Investment Trusts. Ils sont en général admi-

nistrés avec une grande prudence. Bien qu'ils ne publient pas la liste de leurs participations, on sait qu'ils n'emploient jamais plus du dixième de leur capital dans la même émission et ne placent jamais plus du cinquième de leurs fonds dans la même contrée. Leur politique de dividendes est le plus souvent conservatrice ; les plus-values en capital ne sont pas distribuées mais utilisées pour les amortissement et réserves ; en conséquence le dividende qu'ils allouent à leurs actionnaires n'est pas très élevé, mais il est assuré d'une stabilité remarquable.

Ces Investment Trusts sont le plus souvent indépendants des banques ; ils sont groupés en syndicats et constituent une véritable puissance financière.

On remarque pourtant, avec certains des plus récents Investment Trusts, une tendance à la spécialisation qui n'est pas dans la logique de leur institution. Plusieurs d'entre eux se fondent maintenant en liaison étroite avec une industrie déterminée : mines, pétrole, caoutchouc, etc. Tout en restant dans une large mesure des sociétés de placement, ils se rapprochent plutôt des sociétés de financement.

Quoi qu'il en soit, les pures sociétés de placement conservent encore le premier rang sur le marché anglais. C'est en constatant leur ancienneté, leur nombre et leur développement que l'on a pu qualifier l'Angleterre de « patrie des sociétés de placement ».

Cette expression est d'autant plus exacte que les autres pays n'ont généralement pas donné naissance à de nombreuses sociétés de placement.

*
**

En France, malgré le chiffre élevé qu'atteignait l'épargne

avant la guerre de 1914, on ne trouvait pour ainsi dire pas de sociétés de placement. L'éducation du petit capitaliste français en matière de placement était en effet rudimentaire ; il ignorait le plus souvent la nécessité d'une diversification de son portefeuille et n'était pas attiré par les valeurs risquées mais à rendement élevé. Pour les valeurs françaises, il se bornait le plus souvent à la détention de titres d'Etat ou d'obligations munies de la garantie de l'Etat ; il s'intéressait peu aux actions, valeurs trop spéculatives à son goût. De même en matière de valeurs étrangères, l'épargnant français évitait les titres à revenu variable, se contentant de valeurs d'Etat ou de collectivités publiques (provinces, villes, etc...). En définitive les habitudes du public français ne constituaient pas un milieu favorable pour le développement des sociétés de placement.

Il existe toutefois en France de nombreuses sociétés de titres qui peuvent dans une certaine mesure être considérées comme des sociétés de placement. Mais nous aurons l'occasion de voir ci-après que le placement n'a été qu'un des buts accessoires de leur activité et qu'elles se rattachent soit aux sociétés de contrôle, soit aux sociétés de financement.

*
* *

En Allemagne, les sociétés de placement se sont également très peu développées ; mais les raisons de cet état de choses sont différentes de celles qui ont amené en France un résultat identique. Le développement économique de l'Allemagne fut plus récent, mais aussi plus rapide que celui de l'Angleterre et de la France. La création de nombreuses entreprises absorba immédiatement les capitaux disponibles.

Ceux-ci trouvèrent suffisamment d'occasions de s'employer à l'intérieur du pays ; ils ne recherchèrent pas des entreprises étrangères, pour lesquelles les sociétés de placement présentent des avantages particulièrement appréciés. D'autre part la pénurie des capitaux épargnés amena les créateurs d'entreprises nouvelles à drainer tous les capitaux en vue de la fondation des sociétés qu'ils se proposaient d'établir ; en conséquence, si les sociétés de titres allemandes sont en partie des sociétés de placement, elles présentent principalement les caractères des sociétés de financement.

*
* *

Pour des raisons du même ordre, le développement des sociétés de placement aux Etats-Unis fut insignifiant jusqu'à la guerre de 1914. Les titres de quelques investment trusts anglais trouvèrent il est vrai un marché aux Etats-Unis. D'autre part, quelques sociétés de placement se formèrent dans le domaine des chemins de fer et de l'électricité. Mais, étant donné les conditions particulières dans lesquelles se développaient l'activité économique et la concurrence, les sociétés de titres recherchèrent surtout le groupement des valeurs d'entreprises de même nature ; elles constituèrent en grande majorité des sociétés de contrôle.

Pourtant, depuis 1914, la richesse et la capacité d'épargne des Etats-Unis ont augmenté dans des proportions extraordinaires. Avant la guerre les Etats-Unis étaient fortement débiteurs de l'ancien continent. Actuellement par suite de leur remarquable développement économique pendant la période de guerre et d'après-guerre, ils sont susceptibles d'investir chaque année des sommes considérables dans de nouveaux

placements. Selon l'expression imagée d'un auteur américain « la guerre a renversé le flux des capitaux en quête de placement ». On a calculé que le marché américain a absorbé de 1919 à 1923 vingt milliards de dollars de valeurs mobilières, sur lesquelles un tiers environ provenait de l'étranger. Depuis 1923 le chiffre des émissions va toujours croissant et les statistiques financières établissent régulièrement que chaque année constitue un record par rapport à l'année précédente.

En 1927, les nouvelles émissions de titres se sont élevées à plus de 10 milliards de dollars, desquels il faut cependant déduire environ 2 milliards d'émissions nouvelles absorbant des titres déjà existants, ce qui fait ressortir en définitive une capacité d'épargne annuelle de presque 8 milliards de dollars. Sur ces 8 milliards, un milliard 700 millions représentent des titres émis pour le compte de l'étranger (1).

Le problème du placement s'est donc posé aux Etats-Unis de façon particulièrement aigüe depuis la guerre. Les capitalistes américains, devenus très nombreux, ignoraient complètement les principes élémentaires de cette technique qui leur était restée jusqu'alors tout à fait étrangère. Les financiers auxquels incombait le rôle de faire l'éducation des épargnants et de leur procurer de bons placements se tournèrent instinctivement vers l'organisme qui avait déjà servi en pareil cas aux financiers anglais. On assista à une floraison d' « Investment Trusts ». Créés sur un marché libre de toute

(1) Le « Temps Economique » du 5/3/28.

A côté de ces chiffres colossaux, la capacité d'épargne de la France, qui fut autrefois le banquier du monde, apparaît comme singulièrement réduite : on calcule que les émissions nouvelles réalisées en France au cours de l'année 1927 se sont élevées à 7 milliards et demi de francs, soit environ 300 millions de dollars (« Vie Financière », 13/3/28).

habitude particulière et destinés à permettre l'emploi de sommes considérables, ils furent organisés suivant les directives établies par les théoriciens d'une science nouvelle, la science du placement.

Dans la période de prospérité trompeuse qui suivit la fin de la guerre, les Investment Trusts se développèrent donc sous l'impulsion des principaux banquiers des Etats-Unis. Entraînés par la facilité des affaires, ils s'annexèrent des services étrangers au placement, s'occupant de contrôle et d'opérations commerciales. La crise de 1920 leur montra les inconvénients qui pouvaient résulter d'une dispersion de leur activité entre des objets divers et parfois divergents.

Ils furent réorganisés de façon à se cantonner uniquement dans des opérations sur valeurs mobilières. En même temps, il s'est produit une spécialisation plus poussée de ces trusts, dont les uns se consacrèrent plus particulièrement au placement pendant que les autres orientèrent leur activité vers le financement. Nous ne nous occuperons ici que des trusts de la première catégorie.

On peut diviser en trois groupes les sociétés d'investissement s'occupant de placement :

- 1°) celles où les investissements sont entièrement à la discrétion de l'administration ;
- 2°) celles où les valeurs à acheter sont désignées d'avance ;
- 3°) celles où ces valeurs sont choisies d'après des règles contenues dans les statuts.

*

1° Des sociétés, assez rares il est vrai, s'en remettent complètement à leurs directeurs du soin de choisir les valeurs à acquérir et de réaliser une division du portefeuille.

La notice distribuée au moment de sa création par l' « Atlantic Securities Corporation » contient les indications suivantes :

« Les opérations de la Société sont basées sur le principe
« qu'une entreprise dont la Direction est entièrement libre
« de se fixer une ligne de conduite et de choisir ses valeurs
« ou d'en disposer donnera les résultats les meilleurs ».

Cette manière de voir peut se justifier par les difficultés que l'on rencontre dans la pratique pour fixer et faire respecter des règles de prudence au sujet de la constitution et de la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières. En tout cas, l'achat des titres émis par une telle société constitue un acte de foi dans les capacités et l'honorabilité de ses dirigeants.

On peut même trouver qu'une liberté exagérée est accordée aux dirigeants lorsqu'ils paraissent autorisés par avance à faire des opérations dangereuses et à réaliser des spéculations susceptibles de leur procurer un bénéfice personnel :

« Aucun placement ne pourra être déclaré inacceptable à
« cause de son caractère spéculatif, ou parce que la proportion des capitaux du Trust qui y sont déjà placés est plus
« grande que celle qui y est habituellement consacrée par des
« Trustees, ou à cause de l'intérêt direct ou indirect qu'un
« des Trustees peut y avoir et des bénéfices qu'il pourrait en
« retirer. Les Trustees peuvent acheter au Trust, pour les
« revendre, n'importe quelle action ou obligation du Trust,
« exactement comme si aucun lien financier n'existait entre
« eux et aucune de ces transactions ne sera considérée comme
« nulle, qu'un bénéfice en découle ou non » (« Old Colony
« Investment Trust »).

2° D'autres trusts de placement ont dès leur création indiqué de façon détaillée les valeurs dans lesquelles ils se proposaient d'investir les fonds qui leur seraient confiés par les apporteurs de capitaux.

L' « United States and Foreign Securities Corporation » fondé en 1924, a fait connaître aussitôt qu'il s'intéresserait en partie à quelques valeurs américaines dont il donnait la liste, en partie aux titres d'un trust destiné à acquérir des valeurs européennes. Mais ces indications officieuses ne pouvaient lui interdire d'acquérir d'autres titres, car, d'après ses statuts, une liberté complète lui est laissée pour le choix des valeurs à mettre en portefeuille. En fait, le bilan de ce trust au 30 Juin 1927 fait ressortir un Portefeuille comptabilisé pour \$ 36.000.000 et qui comprend 110 espèces de valeurs différentes appartenant à tous les pays.

On doit d'ailleurs convenir que la politique qui consiste à limiter les placements par l'indication d'une liste nominative de valeurs peu nombreuses enlève au trust toute sa souplesse et par suite une grande partie des avantages qu'en attend l'épargnant.

3° Les deux catégories précédentes ne constituent toutefois que l'infime minorité des nouveaux investment trusts. La presque totalité de ces sociétés a été organisée suivant les précédents anglais et écossais ; les statuts contiennent des règles précises pour l'emploi en valeurs mobilières des capitaux confiés aux trusts. Les mêmes prescriptions se retrouvent à cet égard dans les trusts dépendant de tous les milieux

financiers et l'on peut essayer de dégager une sorte de formule-type qui, sauf quelques modifications de détail, constitue la charte de tous ces investment trusts.

En ce qui concerne les conditions que doivent remplir les titres à acquérir avec les capitaux de placement, on rencontre fréquemment les indications suivantes :

le pays d'origine doit avoir prouvé sa stabilité financière et son respect des droits de la propriété privée ;

le gouvernement, la collectivité, la société ou l'entreprise qui émet les valeurs en question doit exister depuis plusieurs années (3 ou 4 ans) ;

on peut se procurer des renseignements complets et sûrs concernant l'histoire, l'administration, l'actif, les bénéfices, les revenus, du gouvernement, de la collectivité, de la société ou de l'entreprise qui émet ces valeurs ;

les titres doivent être entièrement libérés, exempts de tous frais et taxes au moment de l'émission et ne doivent pas entraîner une responsabilité illimitée ;

s'il s'agit d'obligations pourvues d'une garantie (titres ou hypothèque), la valeur de cette dernière doit être supérieure à celle des obligations (120 à 150 % selon les cas) ;

s'il s'agit d'obligations non garanties, la valeur réelle de l'actif de l'émetteur doit représenter au moins le double du prix d'achat des obligations ;

s'il s'agit d'actions, leur valeur réelle doit être égale au moins à 2 fois 1/2 leur prix d'achat ; en outre, un dividende devra avoir été régulièrement payé sur ces actions pendant les 5 années précédant l'achat ; pour les actions privilégiées, ce dividende devra correspondre au pourcentage prévu par l'acte social ; pour les actions ordinaires, il devra être d'un taux fixé d'avance (4 à 5 % selon les cas).

En ce qui concerne la division du portefeuille, des taux variables suivant chaque trust prévoient le pourcentage maximum des capitaux de placement pouvant être employés :

sur la même valeur ;

en valeurs nationales ;

en valeurs étrangères ;

sur chaque sorte d'activité économique ;

en obligations ou en actions ;

en titres d'Etats, Provinces, collectivités publiques ou en titres de sociétés privées, etc...

En outre, la plupart des investment trusts se bornent à des acquisitions de valeurs cotées, décident de ne pas se livrer à des ventes à découvert et s'obligent à réaliser dans un délai assez court les valeurs qui cessent de répondre aux conditions prévues par les statuts.

D'autre part ils s'interdisent généralement la création, l'administration ou la commandite d'autres sociétés.

Enfin, tous ces trusts émettent le plus souvent trois catégories de titres :

1° des actions ordinaires, peu nombreuses, créées à l'origine et souscrites par le groupe fondateur ; ces actions sont munies du droit de vote ;

2° des actions privilégiées, dont le taux d'intérêt est fixé d'avance, qui n'ont pas le droit de vote et sont offertes au public épargnant désireux de détenir un titre susceptible de plus value ;

3° des obligations, offertes au public recherchant surtout la sécurité de son placement. Il est à noter, en effet, que les trusts américains ont recours plus souvent que les trusts anglais à la création d'obligations ; certains d'entre eux prévoient cependant que le montant total de ces obligations ne

pourra pas dépasser le double de la valeur nette de l'actif social. Beaucoup organisent, avec l'aide d'une banque, un marché effectif sur les obligations ainsi émises, de façon à assurer leur complète négociabilité.

Grâce à la variété de leurs émissions et aux règles tutélaires établies pour leur gestion (1), les investment trusts réunissent des capitaux considérables qu'ils emploient dans des portefeuilles extrêmement divisés.

On estime que depuis 1923 une centaine de ces organismes se sont créés et que leur capital atteint 500 millions de dollars.

La diversification de leurs portefeuilles a été poussée à un point qui n'avait jamais été atteint par les Anglais. Par exemple, l'« International Securities Trust of America », qui se présentait lors de sa création (1923) comme le « premier investment trust général créé aux Etats-Unis », possède au 30 septembre 1927 (2) un portefeuille de \$ 40.000.000 comprenant des valeurs de 500 sociétés ou collectivités réparties entre 30 nations du monde entier.

Ces trusts sont généralement entre les mains de financiers ou d'établissements de crédit. Leurs dirigeants possèdent ainsi les connaissances et les relations qui leur permettent d'effectuer de bons placements et de profiter d'occasions qui ne seraient pas à la portée des particuliers. D'autre part ces

(1) Il convient cependant de souligner que les restrictions apportées au choix des valeurs à mettre en portefeuille ne s'appliquent qu'aux « capitaux de placement » du trust, c'est-à-dire aux fonds qui lui ont été confiés par ses actionnaires et obligataires. Si donc le trust arrive à constituer, par prélèvement sur ses bénéfices, des réserves importantes, il disposera de ressources qu'il sera libre d'employer sans observer les prescriptions statutaires.

(2) Ce trust a été remplacé en 1927 par l'« International Securities Corporation of America », qui a pris la suite de ses opérations.

trusts sont le plus souvent rattachés à des organismes spéciaux qui s'occupent de toutes les questions de placement : ces « Investment Research Corporations » sont des bureaux d'études qui possèdent une documentation extrêmement riche et soigneusement tenue à jour sur toutes les valeurs mobilières et sur les conditions financières ou économiques de toutes les nations du monde. Ils mettent leurs bibliothèques, leurs statistiques et leur expérience à la disposition des trusts, moyennant une rémunération généralement fixée à un pourcentage des bénéfices du trust. Avec l'aide de ces techniciens spécialisés, les Investment Trusts sont à même d'effectuer des placements de valeurs mobilières assurant une sécurité complète et un revenu intéressant aux capitaux qui leur sont confiés.

On reproche toutefois à quelques uns de ces trusts de se livrer à la spéculation : certains d'entre eux auraient obtenu des bénéfices nets allant jusqu'à 40 %. Une enquête est d'ailleurs ouverte à leur sujet à la demande du Superintendent for Banking à New-York.

Quoiqu'il en soit, étant donné la progression constante de la richesse américaine, les financiers de ce pays semblent autorisés à prédire que ces sociétés connaîtront un grand développement en nombre et en importance pendant les années à venir.

*
* *

Au Japon, on assiste également depuis quatre ou cinq ans au développement d'organismes particuliers dont le rôle est celui des sociétés de placement.

« Ces établissements participent à la fois, quoique dans

« des proportions différentes, des firmes d'affaires, des ban-
 « ques de dépôts et des établissements de crédit. On les ap-
 « pelle « Shintaku gaisha », expression qui correspond assez
 « bien au mot anglais « Trustee ». Ces compagnies, qui sont
 « des Sociétés anonymes formées généralement à la base par
 « de puissants groupes financiers, comme Mitsui, Mitsubishi,
 « Yasuda, Sumitomo, etc., servent en réalité d'intermédiaires
 « à ceux qui, n'ayant pas les moyens suffisants d'entreprendre
 « des affaires, leur confient leurs fonds en gérance. Les deux
 « caractères chinois qui composent le mot signifient « shin »
 « croire et « taku » confier à. Ces Sociétés exercent donc une
 « sorte de curatelle sur les fonds qui leur sont confiés et
 « qu'elles font fructifier au mieux des intérêts communs,
 « étant bien placées pour les investissements de capitaux ».

...« Au 31 Octobre, les placements faits par les « Trus-
 « tee's avec l'argent à elles confié étaient à peu près les sui-
 « vants :

	yen
« Obligations diverses	108.000.000
« Gages hypothécaires	100.000.000
« Titres divers	99.050.000
« Avances à des syndicats hypothécaires	113.500.000
« Effets de commerce, etc.	220.000.000

...« M. Yoneyama, président de la Mitsui Trust Company,
 « la plus ancienne de ces institutions, pense que d'ici peu de
 « temps elles disposeront probablement de plusieurs mil-
 « liards de yen. Mais il estime qu'elles doivent de plus en
 « plus séparer leur action de celle des Banques ordinaires ;
 « notamment, dit-il, elles sont plus aptes que ces dernières
 « à émettre les obligations des sociétés dans les meilleures
 « conditions et les plus sûres. Il semble bien d'ailleurs qu'el-
 « les conçoivent ainsi leur rôle, car dans les six derniers mois

« seulement elles ont émis pour 165 millions d'obligations, « toujours de premier ordre, puisqu'elles y sont intéressées « au même titre que leurs clients.

« Les placements à long terme, gage de sécurité pour les « entreprises, seront ainsi leur œuvre, puisqu'elles n'ont pas « besoin de voir leurs avances remboursées en hâte. Ces Com- « pagnies sont à peu de chose près copiées sur les « Invest- « ment trusts » d'Amérique et d'Angleterre » (1).

Ainsi qu'on vient de le voir, ces sociétés ne consacrent pas la totalité de leurs capitaux à des placements en valeurs mobilières ; toutefois elles ont tendance à se spécialiser dans cette activité. On remarque également qu'elles présentent un caractère de financement très accusé, étant donné qu'elles investissent de préférence leurs fonds dans des émissions de titres nouveaux. Elles peuvent toutefois se présenter aux épargnants comme sociétés de placement puisqu'elles s'occupent principalement d'obligations ; il semble bien d'autre part que les obligations qu'elles acquièrent sont émises par des sociétés solidement établies, capables d'offrir toutes garanties en ce qui concerne le paiement des intérêts et le remboursement du capital.

*
* *

Depuis que sa monnaie est en fait stabilisée, la France a tendance à reprendre ses traditions d'épargne. Des financiers français ont pensé que les Investment Trusts américains, qui représentent le dernier état de la technique financière en matière de placement, pouvaient servir de modèles pour la création de sociétés de placement.

(1) « La Vie Financière » du 10 mars 1922.

Nous signalerons à cet égard la tentative récente du groupe de l'« Union Syndicale Financière » (1), qui s'est efforcé de mettre à la disposition de toutes les catégories d'épargnants les méthodes modernes de placement en valeurs mobilières.

En premier lieu l'« Union Syndicale Financière » a constitué elle-même avec son capital (actuellement frs : 20.000.000) un portefeuille-titres établi selon les règles fixées par les Investment Trusts. Par ailleurs, les actionnaires de l'« Union Syndicale Financière » sont en même temps ses clients : la société leur donne des conseils de placement. Le portefeuille social n'est en somme qu'un portefeuille type. Par la souscription à une action de cette société, les épargnants se réservent la possibilité d'avoir un conseil financier ; celui-ci les guide dans l'investissement des capitaux qu'ils conservent par devers eux, sans avoir à les mettre à la disposition effective de l'« Union Syndicale Financière ». En fait, l'ensemble des capitaux possédés par les actionnaires constitue un portefeuille géré selon les indications de cette société. Cette formule mixte de groupement financier est particulièrement souple : elle procure en fait à la société l'administration de capitaux importants ; ces capitaux ne lui étant pas confiés, elle n'a pas le souci d'assurer leur liquidité ; de leur côté les capitalistes adhérents conservent la libre disposition de leurs fonds ; ils peuvent en outre tenir compte, dans la mesure qui leur paraît utile, des conseils financiers qu'ils ont sollicités.

D'autres capitalistes au contraire ne désirent pas avoir à s'occuper effectivement de la gestion de leur fortune et ne demandent qu'à confier leurs fonds à un spécialiste du placement. Pour de tels épargnants l'« Investment Trust » est

(1) A Paris, 66, rue de la Boétie — créée en 1923.

tout indiqué. L' « Union Syndicale Financière » a été ainsi amenée à créer récemment (Mars 1928) l' « Union Trust » au capital de 50.000.000 frs. Nous reproduisons ci-après, à titre purement documentaire, la notice qui a été répandue dans le public et qui résume heureusement le rôle théorique et les moyens d'action d'une société de placement.

« L'UNION-TRUST, Trust de Placement, est une Société Financière qui a pour but *d'investir son Capital social dans un grand nombre de valeurs cotées, et d'atteindre à la sécurité de l'ensemble* par la division des risques.

« Caractéristiques spéciales statutaires »

« Les facteurs fondamentaux de la sécurité de l'UNION-TRUST résident dans les conditions restrictives de son activité ;

« 1° Le Capital de l'UNION-TRUST sera investi en valeurs cotées.

« 2° La prise de participation ne pourra, en aucun cas, excéder 4 % du Capital du Trust dans la même entreprise.

« 3° L'UNION-TRUST ne pourra jamais consacrer plus de :
30 % du Capital en Valeurs Etrangères ;
30 % du Capital en Fonds d'Etat Français ou Etrangers ;

25 % du Capital en Obligations.

« 4° L'UNION-TRUST ne pourra jamais immobiliser plus de :

10 % du Capital en Valeurs d'Assurances ;

10 % du Capital en Valeurs de Banques ;

10 % du Capital en Valeurs de Sociétés Foncières et Immobilières ;

10 % du Capital en Valeurs de Canaux ;

10 % du Capital en Valeurs de Chemins de Fer et Tramways ;

10 % du Capital en Valeurs de Docks et Eaux ;

10 % du Capital en Valeurs d'Electricité ;

5 % du Capital en Valeurs de Filatures ;

5 % du Capital en Valeurs de Gaz ;

5 % du Capital en Valeurs de Forges et Fonderies ;

10 % du Capital en Valeurs de Houillères ;

10 % du Capital en Valeurs de Mines Métalliques ;

5 % du Capital en Valeurs de Phosphates et Salines ;

10 % du Capital en Valeurs de Produits Chimiques ;

10 % du Capital en Valeurs de Pétrole ;

10 % du Capital en Valeurs de Ports et Transports ;

10 % du Capital en Valeurs d'Alimentation et Hôtels ;

10 % du Capital en Valeurs de Caoutchouc ;

10 % du Capital en Valeurs diverses.

« 5° Le Trust s'interdit toutes opérations de Banques :

« Avances en Comptes-Courants, Escompte, Crédit.

« 6° Le Trust ne participe pas à la Direction des affaires

« et s'interdit toute majorité d'entreprises.

« Considérations Générales »

« *Grande division des Risques.* — L'UNION-TRUST ayant
« pour but d'obtenir pour ses porteurs d'actions des revenus
« importants en même temps qu'une grande sécurité, n'in-
« vestit qu'un faible pourcentage de son Capital dans une
« même catégorie de valeurs.

« *Judicieuse sélection.* — Les achats de Titres se font
« après une judicieuse sélection. Il existe, à l'heure actuelle,
« 102 Bourses dans le monde et certainement plus de 200.000
« valeurs. Or, le champ d'investissement d'un Trust doit

« comprendre tous les pays, dans la mesure où les Lois en
« vigueur le permettent.

« Les Titres sont choisis en raison de leur valeur intrinsèque et en bénéficiant des nombreuses relations qui permettent au Trust de faire des achats avantageux sur les marchés faibles, et de prendre des participations dans les Syndicats de garantie formés à l'occasion des augmentations de Capital des Sociétés solides et prospères.

« Parmi tous les marchés mondiaux, en effet, il y en a toujours un ou plusieurs partiellement déprimés, dans le même temps que certains autres présentent des conditions de vente exceptionnelles.

« Lorsque certaines valeurs de son portefeuille bénéficient d'une hausse suffisante, le Trust en réalise une partie pour cristalliser ses profits, et les fonds sont réinvestis dans d'autres valeurs.

« *Liquidité de l'Actif.* — Le portefeuille du Trust est si divisé et si facilement réalisable qu'une liquidation complète pourrait être faite en quelques jours par la vente des Titres, la position d'un Trust étant d'autant plus forte que son actif est liquide.

« L'inventaire du portefeuille se fait toujours au prix le plus bas, au prix d'achat, lorsqu'il est inférieur au cours de Bourse, et inversement. Le profit résultant d'une vente partielle est appliqué à réduire le prix de revient des Titres restant en portefeuille dans cette même catégorie déterminée de Titres.

« Tout propriétaire d'une action de l'UNION-TRUST est ainsi protégé par un ensemble de mesures restrictives d'une manière aussi complète que possible. Il lui est aisé de déterminer lui-même, la valeur intrinsèque de l'action UNION-

« TRUST et d'en suivre les progrès, puisque chaque année,
« l'inventaire détaillé du portefeuille sera porté à sa connais-
« sance. La sécurité est la même, que l'on possède une action
« ou plusieurs milliers d'actions du Trust.

« *Dispositions permettant d'atténuer les charges fiscales.*

« — On pourrait craindre que les charges fiscales actuelles,
« notamment : impôt sur les bénéfices industriels et commer-
« ciaux, impôt sur le capital, frappant à la fois les sommes
« distribuées par les Sociétés dont les Titres figurent dans le
« portefeuille du Trust et les sommes distribuées par le Trust,
« ne constituent en France un obstacle à sa prospérité et à
« son développement.

« La Loi du 31 Juillet 1920, Art. 27, offre heureusement
« la possibilité pour les Sociétés de portefeuilles, d'échapper
« à ces inconvénients, sous réserve de se soumettre à cer-
« taines conditions très étroites, notamment : souscription
« directe de Titres à l'émission et aux augmentations de
« Capital, conservation des Titres sous forme nominative,
« etc...

« La politique de placement de l'UNION-TRUST s'inspi-
« rera en règle générale de ces directives, et l'objection de
« la « cascade d'impôts » qui pouvait paraître grave, se trou-
« vera ainsi éliminée.

« Conclusion »

« Les actions de l'UNION-TRUST constituent un placement
« qui convient particulièrement à toute personne n'ayant ni
« le temps, ni la possibilité matérielle de suivre, au jour le
« jour, le mouvement des valeurs, et exposée ainsi à subir
« des dépréciations importantes dans son Portefeuille.

« Elles sont tout indiquées pour ceux, et ils sont nom-

« breux, qui voudraient investir sûrement leur capital par
« l'achat de valeurs solides, et ne plus y penser, car l'expé-
« rience prouve qu'un individu isolé ne peut agir ainsi.

« Les caractéristiques ainsi définies donnent à l'UNION-
« TRUST, dans le système financier moderne, une position
« unique en France.

« Les Trusts existent à l'Etranger, en Angleterre et en
« Ecosse, depuis plus de 25 années, et aucune faillite n'a
« jamais été constatée parmi eux. Leurs dividendes varient
« de 8 à 20 % et certains possèdent des réserves considé-
« rables.

« La Suisse pratique également le système des Trusts, et
« l'Amérique vient depuis deux ans d'en faire l'expérience,
« en créant des Trusts qui absorbent des milliards de francs.
« Rien de semblable n'avait encore été fait et la création de
« l'UNION-TRUST vient à point pour combler cette lacune. »

SECTION IV.

ORGANISMES APPARENTES AUX SOCIÉTÉS DE PLACEMENT

A côté des sociétés s'occupant spécialement de placement, les épargnants ont également à leur disposition dans certains pays des organismes de placement qui ne revêtent pas la forme sociétaire.

Ces institutions, qui se sont développées ces derniers temps aux Etats-Unis, sont une réplique de procédés déjà employés depuis longtemps en Europe et particulièrement en Hollande, où ils sont connus sous le nom d' « Administratie Kantooren » (Comptoirs d'administration). De tels

organismes diffèrent assez sérieusement des sociétés de placement. Mais au point de vue économique, ils poursuivent le même but : favoriser le placement ; à tel point qu'on les a qualifiés aux Etats-Unis de « quasi-investment trusts ». Dans ces conditions il nous paraît indispensable de leur consacrer quelques développements.

*
* *

1°) « *Administratie Kantooren* » hollandais.

Le but essentiel de ces organismes est de permettre au public épargnant l'accès de certaines valeurs mobilières qui, pour des raisons spéciales, ne peuvent être acquises directement par les petits capitalistes.

Ils se procurent, avec leurs ressources personnelles, les titres en question. Ils les déposent dans leurs coffres, puis émettent, en représentation de ces titres, des « certificats de dépôt » donnant au porteur le droit à une quote-part des titres déposés. La réalité du dépôt est attestée par leur signature et, généralement, par celle d'un officier ministériel. Les certificats émis ne présentent pas les inconvénients des titres primitifs. Ils sont placés dans le public et le produit de leur émission sert à rembourser le comptoir d'administration des sommes qu'il avait avancées pour l'acquisition des titres originaires. A partir du moment où l'émission est terminée, le rôle du comptoir est restreint à l'accomplissement des quelques opérations habituelles d'administration courante. D'une part, en ce qui concerne les titres de base, il encaisse les coupons, vote aux Assemblées, s'occupe des échanges et renouvellements. Il verse d'autre part aux titulaires des cer-

tificats le revenu correspondant à celui des titres en dépôt, sous déduction de ses frais de gestion.

Les raisons qui ont justifié la création de ces organismes intermédiaires sont d'ordre divers. En général ils ont eu pour but de rendre certains titres plus largement négociables sur le marché hollandais.

Dès le début du XIX^e siècle, on voit des comptoirs d'administration émettre des certificats au porteur en représentation de titres de rente hollandaise, ces derniers n'existant que sous la forme nominative.

D'autres comptoirs acquièrent des titres qui ne se négocient qu'en grosses coupures et qui sont pour cette raison dotés d'un marché étroit. Ils émettent, en contre-partie, des certificats qui représentent chacun une fraction de ces titres et sont en conséquence plus accessibles au petit épargnant.

En matière de titres étrangers, les comptoirs d'administration ont joué un rôle particulièrement important. On sait que la Hollande a toujours pratiqué une politique d'argent à bon marché ; par suite, le revenu des titres étrangers a été en général plus élevé que celui des valeurs nationales ; d'autre part, la richesse traditionnelle de la Hollande a poussé ses nationaux à placer une partie de leurs capitaux soit à l'étranger soit dans son empire colonial. Le Comptoir d'Administration est intervenu, telle une véritable société de placement, pour guider le choix des capitalistes hollandais, leur éviter les difficultés de documentation et d'influence inhérentes à tout investissement à l'étranger. Il a en définitive facilité la création sur les places hollandaises d'un large marché portant sur des valeurs étrangères.

Ce rôle s'est particulièrement développé depuis la guerre,

alors que les fluctuations désordonnées des changes de plusieurs pays d'Europe permettaient aux capitalistes détenteurs d'une monnaie saine de s'intéresser à bon compte à des entreprises étrangères.

L' « Amsterdamsch Administratiekantoor van Europeesche Warden », émettant en Février 1927 des certificats représentatifs d'actions de banques françaises, résumait ainsi l'utilité de son intervention :

« L'avantage de la possession de certificats hollandais sur
« la détention d'actions originelles est trop bien connu pour
« qu'il soit utile de s'étendre à ce sujet : l'achat à Paris, à
« fin ou au quinze, le non paiement des dividendes sur la
« place d'Amsterdam, la non publication à Amsterdam des
« avis de mise en paiement des dividendes, des bilans et des
« autres chiffres, etc..., sont autant d'inconvénients qui dis-
« paraissent du fait de l'acquisition d'un certificat hollan-
« dais. »

Si les Comptoirs d'Administration offrent des avantages qui permettent de les comparer, dans une certaine mesure, à des sociétés de placement, il faut toutefois reconnaître qu'ils présentent de graves inconvénients, interdisant de les assimiler complètement aux dites sociétés.

Le Comptoir d'Administration n'assure aucune diversification du placement. Le certificat ne représente en effet le plus souvent qu'une quote-part de titres d'une seule espèce. Parfois cependant le certificat est émis en contre-partie de deux ou trois valeurs différentes : par exemple le Comptoir cité plus haut a émis des certificats d'une valeur nominale de 3.000 francs pour :

1.000 fr. nominal d'actions Banque de Paris et des Pays-Bas ;

1.000 francs nominal d'actions Crédit Lyonnais ;

1.000 francs nominal d'actions Comptoir National d'Es-compte de Paris.

Même dans ce cas, la diversification reste rudimentaire.

De toute façon le rôle de gestion du Comptoir d'Administration est très restreint. Dès qu'il a choisi la valeur ou les valeurs sur lesquelles il veut attirer l'attention des capitalistes en quête de placement, il cesse de jouer un rôle actif. Ces valeurs doivent en effet rester immuablement déposées en contre-partie des certificats émis. Toute modification du placement se trouve donc formellement interdite. Si les valeurs déposées deviennent peu sûres, le Comptoir ne pourra pas retirer à temps l'argent de ceux qui au début lui ont fait confiance. Si au contraire elles offrent à leurs propriétaires des opérations intéressantes, telles qu'une augmentation de capital, le Comptoir n'a pas de fonds disponibles pour faire bénéficier de cet avantage les porteurs de certificats. Il se borne en définitive aux opérations matérielles d'encaissement des coupons et de publication des documents. Tout au plus peut-il grouper dans l'intérêt commun des porteurs de certificats les voix afférentes aux titres qu'il détient. En définitive, le Comptoir constitue un organisme dont la rigidité contraste avec la souplesse de la société de placement.

Cette absence de diversification et ce défaut de gestion effective conduisent donc à assigner aux Comptoirs d'Administration hollandais un rôle de second plan en comparaison de celui des sociétés de placement.

*
* *

2° « *Banker's Shares* ».

Les financiers américains ont, depuis la guerre, mis à la disposition de l'épargnant des organismes dont le principe est identique à celui des Comptoirs d'Administration hollandais.

Des banquiers, détenteurs d'un groupe de plusieurs valeurs, les remettent à un dépositaire inspirant confiance, généralement une banque ayant un département de « Trust » ou une « Trust Company ». Ce dépositaire (« Trustee ») émet des certificats, connus sous le nom de « banker's shares » (titres de banquier), qui confèrent au porteur un droit à un prorata des titres déposés.

De même que pour les Comptoirs d'Administration hollandais, le « Trustee » ne peut se livrer à aucune administration effective des titres et se borne à encaisser les revenus et à voter aux assemblées.

Pourtant on doit constater que la diversification du placement est dans certains cas plus poussée que pour les Comptoirs ; beaucoup de « Banker's Shares » représentent un droit de propriété portant sur une douzaine de titres différents ; mais la diversification reste imparfaite, car les titres déposés sont le plus souvent afférents à des sociétés appartenant à la même branche d'industrie, ce qui laisse encourir au porteur du certificat un risque important.

De tels organismes semblent devoir disparaître complètement devant les « Investment Trusts ».

SECTION V

LEGISLATION FISCALE FRANÇAISE EN MATIERE DE SOCIÉTÉS DE PARTICIPATION

La législation fiscale française apporte un sérieux obstacle au fonctionnement des sociétés de participation. Bien que l'inconvénient qui en résulte ne soit pas particulier aux sociétés de placement, il nous paraît opportun de le signaler dès maintenant. Les indications que nous fournirons à cet égard seront également valables pour les sociétés de contrôle et les sociétés de financement.

Les revenus distribués par une société par actions à ses actionnaires, obligataires ou porteurs de parts de fondateur sont assujettis, en vertu de la loi du 29 Juin 1872 (art. 1^{er}), à l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières, dont le taux est actuellement fixé à 18 %.

Si une seconde société détient dans son portefeuille des titres de la première société, elle ne touche donc, pour ces titres, qu'un revenu qui a déjà supporté l'impôt.

Néanmoins, lorsque cette seconde société distribue à son tour ce revenu à ses propres actionnaires, le même impôt est à nouveau exigible, étant donné que la seconde société constitue une personnalité juridique indépendante de celle de la première société.

Par l'application d'une fiction juridique, le même revenu se trouve donc frappé à deux reprises.

Cette double imposition (1) réduit considérablement les

(1) Voir à cet égard le remarquable ouvrage de M. Poujol : *De la superposition d'impôts cédulaires en matière de revenu des capitaux mobiliers en France*, Titre II, ch. I.

revenus que les sociétés de participation peuvent distribuer à leurs actionnaires. Dès avant la guerre on avait fait ressortir les inconvénients d'une législation fiscale qui risquait d'empêcher la constitution d'organismes financiers indispensables au développement de l'activité du pays. Les protestations se sont accrues après la guerre, lorsque l'élévation du taux de l'impôt sur le revenu des capitaux mobiliers a donné à cette double charge fiscale le caractère d'une véritable spoliation.



Une disposition législative fut alors votée, sur l'initiative du Gouvernement, pour écarter dans certaines hypothèses cette double imposition. Ce texte, l'article 27 de la loi du 31 juillet 1920, est ainsi conçu :

« Lorsqu'une société française par actions a reçu, en
« représentation de versements ou d'apports en nature ou en
« numéraire par elle faits à une autre société par actions,
« des actions, des obligations ou des parts bénéficiaires nominatives de cette dernière société, les dividendes distribués par la première société sont, pour chaque exercice, exonérés de la taxe du revenu des capitaux mobiliers établie par les lois du 29 juin 1872 (art. 1^{er}) et 29 mars 1914 (art. 31), dans la mesure des produits de ces parts, obligations ou actions touchés par elle au cours de l'exercice, à la condition que ces parts, obligations ou actions seront restées inscrites au nom de la société. »

Il suffit de lire ce texte pour voir immédiatement que le législateur a pris soin de restreindre autant que possible les

possibilités d'application d'une disposition qu'il semble avoir instituée à regret.

L'exemption d'impôt n'est pas générale ; elle reste encore l'exception. Nous nous proposons de passer rapidement en revue les conditions d'application (1) de ce texte, en recherchant principalement la portée pratique des dispositions qu'il a édictées.

*
* *

En ce qui concerne les sociétés auxquelles l'exonération est susceptible de s'appliquer, l'Administration a voulu limiter la portée de ce texte aux rapports existant entre « sociétés-mères » et « sociétés filiales ». Elle a soutenu, malgré la généralité de la loi, que le texte ne visait que les sociétés de participation détenant « dans une mesure suffisante » le « contrôle » des opérations d'autres sociétés. Cette interprétation a été rejetée à juste titre par deux jugements du Tribunal Civil de la Seine, en date du 12 Mars 1927 (Journal de l'Enregistrement 1927, page 247) et du 30 juin 1927 (Production Nationale 1928, p. 153). On doit donc considérer que la loi est applicable, à cet égard, à toutes les sociétés de participation, quel que soit le nombre des titres détenus et le but recherché par la participation envisagée (placement, contrôle ou financement).

Le texte précise d'autre part que les deux sociétés envisagées doivent être constituées par actions. Il est certain qu'à l'heure actuelle la presque totalité des entreprises

(1) Voir pour plus de détails sur tous ces points l'ouvrage précité de M. Poujol, auquel nous empruntons les indications ci-dessus.

importantes sont constituées par actions ; d'autre part, les lois en vigueur exonèrent de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières les bénéfices revenant aux associés des sociétés en nom collectif, aux commandités des sociétés en commandite simple, et aux associés-gérants des sociétés à responsabilité limitée. Par suite, à ce point de vue, on peut admettre que la double imposition est évitée dans un grand nombre de cas. Néanmoins on ne comprend pas pourquoi le législateur a laissé en dehors de ces dispositions des sociétés qu'il n'y a aucune raison de traiter de façon plus défavorable.

Par ailleurs la loi indique que la société participante doit être française. Son silence à l'égard de la seconde société a permis à l'Administration de soutenir que cette seconde société devait également être française. Cette opinion, qui est très discutable, a été adoptée par un jugement du Tribunal Civil de la Seine en date du 23 janvier 1925 (Journal de l'Enregistrement, article 32.613). Si elle est confirmée définitivement par les tribunaux, les sociétés françaises de titres seront très désavantagées lorsqu'elles détiendront des titres étrangers. Il n'est pas besoin de faire ressortir à quel point un tel résultat serait contraire à l'influence des sociétés françaises à l'étranger, qu'il s'agisse de sociétés de placement, de contrôle ou de financement.

*
* *

L'exonération prévue par la loi ne s'applique d'ailleurs pas à tous les titres détenus en portefeuille.

Il faut que ces titres soient sous la forme nominative, que la société participante les ait constamment possédés sous

cette forme et qu'ils aient été attribués directement, dès leur création, à la société participante.

Ces conditions écartent dans de très nombreuses hypothèses l'application du texte examiné, puisque l'exemption ne peut pas être envisagée lorsque les titres sont au porteur ni lorsqu'ils ont été acquis sur le marché.

*
* *

Les revenus exonérés sont, d'après le texte, ceux de la société participante dans la mesure où ils proviennent du produit des titres qu'elle détient. L'Administration cherche encore à restreindre à ce sujet la portée de l'exemption accordée, en décidant que ce sont les dividendes *nets*, reçus par la société participante, qui doivent seuls être admis en déduction.

*
* *

En résumé, du point de vue économique, l'article 27 de la loi du 31 Juillet 1920 n'assure pas aux capitaux français une protection suffisamment générale contre la double imposition en matière de revenu des capitaux mobiliers. Ses imperfections se sont révélées plus sensibles au fur et à mesure des augmentations du taux de l'impôt depuis 1920. Pour favoriser l'action utile des sociétés françaises de participation, il importe qu'un texte plus libéral étende le champ d'application de la loi de 1920. S'il est difficile de faire adopter, en l'état actuel de nos finances, un texte de portée générale (1), il serait tout au moins indispensable qu'une

(1) Voir la proposition de loi déposé par M. Bokanowski en 1920 : Poujol, op. cit., p. 234 et suivantes.

double imposition préjudiciable à notre développement économique, soit écartée dans les cas suivants :

1° lorsque les titres en portefeuille sont des titres de sociétés étrangères ;

2° lorsqu'ils ne revêtent pas la forme nominative ;

3° lorsqu'ils n'ont pas été remis dès l'origine à la société participante.

Une proposition de loi, visant la première de ces hypothèses a été soumise tout récemment au Parlement (1). Mais elle a été retirée en séance, à la demande du Gouvernement, qui a fait ressortir qu'elle entraînerait pour le Trésor une perte de 40 millions.

Il est à souhaiter que l'étude des mesures susceptibles d'éviter les doubles taxations en matière d'impôt sur le revenu des capitaux mobiliers soit reprise dès que la situation financière le permettra.

Plusieurs législations étrangères sont à cet égard plus larges que la loi française. Les Etats-Unis, l'Angleterre, ont ainsi organisé l'exonération de tout revenu déjà frappé par l'impôt. La loi allemande, sans être aussi générale, prévoit qu'une société qui possède plus du cinquième des actions d'une autre société, peut déduire de ses bénéfices les revenus encaissés de ce fait, à la condition de détenir les titres depuis le début de l'exercice envisagé.

(1) J. O. Chambre, première séance du 17 février 1928, p. 697.

CHAPITRE II

SOCIÉTÉS DE CONTROLE

On peut désigner sous le nom générique de société de contrôle toute société qui acquiert des titres d'une ou de plusieurs autres entreprises avec l'intention de bénéficier de l'influence attachée à la possession de ces titres.

Les dirigeants d'une telle société peuvent rechercher divers degrés d'influence sur l'entreprise dont ils se procurent des titres.

Dans certains cas, ils ne visent que l'établissement de relations plus ou moins serrées. Leur but est d'avoir un simple droit de regard ; ou bien ils désirent être représentés par un Administrateur au sein du Conseil de l'entreprise, afin de posséder ainsi une voix dans ses délibérations ; ou encore ils veulent assurer à leur opinion l'influence que l'on reconnaît à celle d'un actionnaire important.

Dans d'autres cas, les dirigeants de la société contrôlante tiennent à avoir une influence absolument déterminante ; ils acquièrent alors un nombre de titres suffisant pour pouvoir imposer leur volonté à l'entreprise contrôlée.

Une participation dans les titres d'une autre société peut donc traduire, selon les cas, des relations de coordination ou de subordination ; de toute façon le but économique d'une

telle participation est le même : établir entre plusieurs entreprises une liaison susceptible d'assurer une meilleure organisation de la production.

SECTION I

PRINCIPAUX CAS D'APPLICATION DE LA PARTICIPATION-RELATION ET DE LA PARTICIPATION-CONTROLE

Si l'on cherche à classer méthodiquement les principaux cas d'application pratique de la participation-relation et de la participation-contrôle, on peut établir une distinction d'après la situation respective de l'une et de l'autre société dans la hiérarchie des relations économiques. La participation peut être qualifiée de « verticale » lorsqu'elle intervient entre deux entreprises qui sont tributaires l'une de l'autre parce que l'activité de l'une est le complément économique de l'activité de l'autre. On se trouve au contraire dans le cas d'une participation « horizontale », lorsque les deux entreprises envisagées s'adonnent à la même activité économique.

*
* *

1° PARTICIPATION VERTICALE

* *

a) *Dans l'industrie.*

Lorsque deux ou plusieurs entreprises industrielles concourent successivement à la fabrication d'un même produit,

il s'établit nécessairement entre elles des relations de fournisseur à client. Ces relations sont fréquemment constatées et renforcées par des participations de titres.

*

En particulier, si une société emploie de façon continue une matière première qui entre dans la composition des produits qu'elle fabrique, elle a intérêt à posséder une influence dans une entreprise qui met cette matière première à sa disposition.

La participation est peu élevée lorsqu'il s'agit d'un produit d'importance relativement réduite : la « Compagnie Générale d'Electricité », entreprise de fabrication de matériel électrique, détient une petite participation dans la société « Alais Froges & Camargue », qui lui procure l'aluminium dont elle a besoin.

Au contraire la participation est prépondérante et vise au contrôle, lorsque la matière première envisagée entre pour une part très importante dans la fabrication des produits de la société. C'est ainsi que toutes les usines métallurgiques qui n'ont pas, dans leur domaine immobilier, des mines de charbon, possèdent, dans leur portefeuille, des paquets importants de titres d'entreprises charbonnières. Dans le but d'avoir un approvisionnement assuré en combustible, les sociétés métallurgiques sont prêtes à faire d'importants sacrifices pour posséder le contrôle financier de houillères.

On lit par exemple dans le Rapport du 6 Janvier 1921 des « Hauts Fournaux et Fonderies de Pont-à-Mousson », l'une des plus grandes entreprises mondiales de fabrication de tuyaux en fonte :

« Nous n'avons d'ailleurs jamais considéré ces affaires de

« charbonnages (participations dans des houillères belges
« prises de pair avec les « Aciéries d'Homécourt et de Miche-
« ville ») comme des opérations financières intéressantes ;
« c'est au point de vue industriel, c'est pour arriver à avoir
« la maîtrise de notre combustible, c'est pour donner à notre
« industrie sidérurgique l'indépendance vis-à-vis des mines-
« usines de Westphalie que nous avons cherché à nous pro-
« curer notre combustible, même à des conditions qui,
« lorsque nous sommes entrés dans cette voie, étaient rela-
« tivement peu attrayantes et qui, aujourd'hui, le sont
« encore beaucoup moins. »

*

Si une entreprise de fabrication doit s'assurer des fournisseurs, il importe également qu'elle puisse compter sur des clients certains.

Une entreprise comme la « Thomson-Houston », spécialisée dans la fabrication des moteurs électriques industriels, détient dans son portefeuille un grand nombre de titres de sociétés françaises ou étrangères de Chemins de Fer et Tramways Electriques (1) ; il va sans dire que l'éclairage et la traction de tout le matériel roulant de ces sociétés sont assurés par des appareils ou installations provenant des usines Thomson-Houston.

De même qu'une usine métallurgique a recours à la participation pour se procurer son charbon, de même une mine de charbon cherche par ce moyen à assurer l'écoulement de

(1) Tramways de Rouen, de Nice, d'Amiens, de Bordeaux, de Versailles, T. O. R. P., Tramways algériens, de Rome, de Cadix, Compagnie générale française de Tramways, etc...

sa production : la « Société des Mines de Lens » est le plus gros actionnaire des « Forges et Aciéries du Nord et de l'Est », qui constituent un débouché important pour sa production de charbon et de coke.

*

Par ailleurs il arrive fréquemment qu'une société s'assure à la fois des clients et des fournisseurs par le moyen de participations.

Les « Aciéries de Longwy » détiennent d'une part des titres de mines de charbon et de fabriques de coke, qui assurent leur approvisionnement en combustible (1), et d'autre part des titres de sociétés de transformation ou fabrication de produits finis, qui leur permettent l'écoulement d'une grande partie de leur production en aciers laminés (2).

Le rapport de la gérance des « Etablissements Schneider » en date du 30 Novembre 1927 résume ainsi le rôle des nombreuses participations de l'entreprise :

« Dans l'ensemble, nos participations industrielles, en facilitant nos approvisionnements, en complétant nos fabrications et en augmentant nos débouchés, ont continué d'apporter à notre industrie le concours que nous pouvions en attendre. »

* *

b) Entre deux types distincts d'activité économique.

Si la participation est un moyen fréquemment utilisé

(1) Mines « Carl Alexander » et « Gouys-Servins », « Société Lorraine de carbonisation », « Association Néerlandaise de carbonisation ».

(2) « Ateliers de Construction du Nord de la France », « Louvroil et Requignies », « Boulonneries de Valenciennes ».

pour traduire l'intégration plus ou moins complète des différentes branches d'une industrie déterminée, elle intervient également, de façon plus générale, lorsqu'il s'agit de constater une liaison étroite entre deux types distincts d'activité économique.

*

Des entreprises industrielles ont parfois intérêt à détenir des participations dans des sociétés s'occupant de transports.

Un exemple typique est fourni par la société anglaise « Tanganyika ». Cette société n'est pas, à vrai dire, une société d'exploitation minière, mais elle détient un nombre important d'actions de l'« Union Minière du Haut Katanga », propriétaire de gisements de cuivre en Afrique Centrale. Le principal obstacle à une exploitation intensive de ces mines est la difficulté de transporter le minerai jusqu'aux ports africains d'où il pourra être dirigé par voie maritime vers les centres industriels de raffinage et d'utilisation du cuivre. Afin de s'assurer la priorité pour le transport par voie ferrée de ses minerais, la « Tanganyika » détient la majorité des actions de deux Compagnies de Chemins de Fer (1) susceptibles de desservir la région de ses exploitations.

*

D'autre part, de nombreuses sociétés industrielles s'assurent par des participations la collaboration de sociétés com-

(1) La Tanganyika possède :
70 % du capital de la « Rhodesia-Katanga Junction Railway and Mineral Cy », dont la voie ferrée est reliée aux chemins de fer de la Rhodesia, qui aboutissent au port de Beira sur l'Océan Indien ;
90 % du capital de la « Cia do Caminho de Ferro de Benguela », dont la voie ferrée aboutit aux ports de Benguela et Lobito sur l'Océan Atlantique.

merciales en vue de la vente de leurs produits. La société des « Aciéries de Longwy », déjà citée plus haut, a pris des participations dans des sociétés de vente de produits métallurgiques :

« La nécessité d'assurer l'écoulement de nos produits
« concurremment avec ceux de nos filiales nous a amenés à
« nous intéresser dans l'augmentation du capital de la
« Société L. Joubert et Cie, ainsi que dans la Société Aerts
« Pequart et Cie, formée par la fusion des deux principales
« maisons de fer de Nancy.

« Les mêmes considérations ont déterminé votre Conseil
« à prendre une participation dans le Comptoir de l'Industrie
« de Reims, constitué pour reprendre la suite de la Maison
« Laurent et Carrée, très avantageusement connue dans la
« région champenoise, ainsi que dans la Société des Entre-
« pôts métallurgiques de Nantes. » (Rapport du Conseil en
1921).

Inversement des sociétés commerciales s'assurent des participations dans des sociétés industrielles, afin de procurer un aliment à leurs services et comptoirs de vente.

*

Dans un autre ordre d'idées, la participation traduit ou facilite une entente réciproque entre la banque et l'industrie ; cette entente ne peut que présenter des avantages pour ces deux types d'activité.

Les industriels qui entrent dans les Conseils d'Administration des banques se rendent compte des possibilités des banques ; d'autre part, ils sont en contact avec un milieu financier où sont traitées de nombreuses questions intéres-

sant l'ensemble de leur industrie (fusions, participations, accords, créations...) ; ils ont enfin la certitude que la banque donnera son concours aux opérations financières nécessitées par le développement de leur industrie.

De même, les banques qui possèdent des participations dans des entreprises industrielles sont assurées de conserver une part prépondérante dans toutes les questions d'organisation et de développement financiers qui se poseront dans ces industries.

On peut citer à cet égard la participation de la « Banque de l'Union Parisienne » dans les « Etablissements Schneider » et toutes leurs filiales.

*
* *

2° PARTICIPATION HORIZONTALE

* *

a) *Entre sociétés concurrentes.*

Lorsqu'elle intervient entre sociétés concurrentes, la participation traduit généralement le désir de réduire cette concurrence. On a constaté depuis longtemps que la concurrence excessive aboutit à des résultats également désastreux pour les entreprises en compétition ; les dirigeants de ces entreprises ont cherché à éviter ces inconvénients par des accords entre concurrents. Ces ententes se présentent principalement dans des industries où l'obligation d'immobiliser des capitaux importants rend la concurrence spécialement dangereuse ; elles sont fréquemment préparées ou constatées par des prises de participation.

*

Si la participation est peu importante, elle vise simplement à une atténuation de l'opposition d'intérêts existant entre les deux maisons ; elle permet des accords partiels sur des points déterminés (production, vente...).

A cette préoccupation répondent de nombreuses participations existant entre les entreprises métallurgiques.

On peut citer l'exemple des « Hauts Fournaux et Fonderies de Pont-à-Mousson ». Le rapport présenté aux actionnaires en 1925 précise :

« Nous avons également des intérêts dans des fonderies « rivales, et de cela nous nous félicitons ».

Une participation peut même avoir pour but de réduire les conséquences néfastes d'une concurrence éventuelle. On voit des entreprises s'intéresser à de nouvelles sociétés dont le développement serait susceptible de porter tort à leur propre activité :

La « Compagnie Française des Câbles télégraphiques », dans le but de parer à la concurrence naissante de la télégraphie sans fil, a pris des intérêts dans des sociétés de T. S. F. (1).

*

Quand la participation est importante au point d'entraîner le contrôle, elle a pour but d'éliminer complètement la concurrence. Elle correspond alors à une concentration

(1) Elle détient 20 % du capital de la « Cie Générale de T. S. F. » et 20 % du capital de la société « Radio-France ».

de l'activité de deux sociétés sous la direction de la société contrôlante.

C'est ainsi que la « De Beers », qui constitue la plus grande entreprise mondiale de diamants, a acquis en 1917 la majorité des titres de son importante rivale la « Diamond Mining » et a de cette façon consolidé l'influence prépondérante qu'elle s'était déjà assurée dans cette industrie.

La participation-contrôle peut également être pratiquée par une seule entreprise sur plusieurs sociétés concurrentes. Il arrive même que l'entreprise contrôlante est créée dans le but de détenir un nombre important des titres de chacune des sociétés concurrentes, afin d'arriver par ce moyen à l'unité de direction. Dans ce cas on se trouve en présence du type le plus pur de la « société de contrôle ».

Un exemple particulièrement net est constitué par la « Société Centrale de Dynamite ».

Cette société a été fondée en 1887 dans le but de réunir sous une commune direction une dizaine de sociétés s'occupant de la fabrication de la dynamite et des industries annexes. Une vingtaine de personnes, possédant de gros paquets de titres de ces sociétés, les ont apportés à la « Centrale de Dynamite » dont elles ont reçu, en échange, des actions d'apport. Le capital de la « Société Centrale de Dynamite » a été presque intégralement constitué par ces apports (1). Les participations-contrôle qu'elle possède dans les sociétés contrôlées lui permettent de jouer le rôle directeur voulu par ses fondateurs et de constituer un trust sup-

(1) Les actions de numéraire ne se sont élevées qu'à 500.000 frs pour un capital social de 16.000.000 frs.

primant la concurrence dans l'industrie de la dynamite en France.

Une concentration tout à fait analogue a été réalisée récemment sur un plan identique dans l'industrie de la dynamite en Angleterre ; une trentaine de sociétés se sont ainsi groupées en 1917 pour former l' « Explosives Trades », devenue depuis la « Nobel Industries ».

* *

b) *Entre sociétés non concurrentes.*

Une participation entre des entreprises non concurrentes a pour but de créer, fortifier ou maintenir des liens d'intérêt entre ces entreprises.

*

La participation-relation traduit souvent la consolidation de rapports amicaux existant déjà entre deux sociétés.

La « Société Générale de Belgique » précise ainsi dans son Rapport sur l'exercice 1927 :

« Désireux de resserrer les relations que nous avons « depuis de nombreuses années avec la Société « John Cockerill » nous y avons pris un intérêt comme actionnaire ».

La participation-relation intervient également entre des sociétés qui se livrent à des activités distinctes, mais connexes. Cette division du travail les amène à une collaboration réciproque ; elles ont intérêt à se consentir de bonnes conditions et les relations qui se nouent entre elles sont fréquemment accompagnées de prises de participation.

Des participations interviennent sur ces bases entre banques d'affaires et banques de dépôts. Alors que la banque d'affaires est surtout une force financière susceptible de donner du crédit à long terme, la banque de dépôts représente au contraire une force de placement et un organisme de crédit à court terme. Les services de ces deux formes de banques sont donc complémentaires ; leur rendement ne peut donc que gagner à une entente mutuelle, et la participation vient consacrer la stabilité des accords intervenus.

La « Banque de l'Union Parisienne » et le « Crédit Mobilier » dont l'activité est principalement celle de banques d'affaires, possèdent ainsi respectivement des titres du « Crédit Commercial de France » et de la « Société Générale », qui présentent surtout les caractères de banques de dépôts (1).

Des participations peuvent également intervenir lorsque la division du travail est imposée par la répartition géographique des zones d'action de deux maisons qui se livrent à la même activité : la « Banque de l'Union Parisienne » détient des titres de nombreuses banques étrangères avec lesquels elle entretient des rapports de correspondants.

La prise d'une participation dans une société amie répond

(1) Ainsi qu'on l'a fait remarquer, on constate en France une tendance au « jumelage » entre banques d'affaires et banques de dépôts.

La « Banque de Paris et des Pays Bas », qui travaillait un peu avec la « Société Générale », se rapproche du « Crédit Lyonnais ».

La « Banque de l'Union Parisienne » qui travaille avec le « Comptoir National d'Escompte de Paris », s'est liée ces derniers temps avec le « Crédit Commercial de France ».

Le « Crédit Mobilier », lié avec les banquiers de province, est représenté dans le Conseil de la « Société Générale ».

La « Caisse Commerciale et Industrielle de Paris » travaille avec le « Crédit français », et par son intermédiaire avec la « Banque Privée ».

(voir Baldy - les Banques d'affaires en France depuis 1900)

Dans ces conditions, et bien qu'aucune précision à ce sujet ne figure dans les bilans et rapports annuels de ces banques, nous serions portés à croire que toutes ces relations d'affaires sont déjà ou seront bientôt consacrées par des participations de titres.

parfois au désir d'apporter une aide à cette société ; le fait se présente lorsque une société est en mauvaise posture et ne pourrait émettre dans le public les actions nouvelles qui lui sont nécessaires pour rétablir sa situation financière. Une société amie peut alors s'offrir à souscrire tout ou partie de l'augmentation de capital.

*

La participation-contrôle entre deux sociétés non concurrentes se réalise lorsqu'une société étend son champ d'action et s'assure la majorité dans une entreprise similaire située dans une région différente de celle où s'exerce sa propre activité.

Elle traduit parfois le groupement de deux ou plusieurs sociétés locales exerçant une industrie identique et qui ont senti le besoin de se placer sous une direction unique et centralisatrice, possédant une expérience à laquelle elles ne sauraient prétendre étant donné le cercle restreint de leurs opérations.

A cet égard il convient de signaler que beaucoup de sociétés locales de tramways, dont l'activité ne dépasse généralement pas le cadre d'une ville ou d'un département, ont la majeure partie de leurs titres détenus par une société centrale qui assure la direction commune des entreprises dont elle a le contrôle.

Une des plus anciennes de ces sociétés de contrôle est la société belge (1) fondée en 1880 sous le nom de « Compagnie Générale de Chemins de Fer secondaires », dont le porte-

(1) On a souvent fait remarquer que l'activité des financiers et industriels belges s'est consacrée de façon toute particulière à l'organisation des tramways et chemins de fer locaux sur toute la surface du globe.

feuille comprend des titres d'un grand nombre de sociétés de tramways réparties dans tous les pays.

Enfin, la participation-contrôle est le mode normal d'action de la société-mère sur la société filiale.

SECTION II

LA PARTICIPATION ET LES AUTRES MOYENS DE LIAISON

Nous venons de constater que les applications pratiques de la participation sont extrêmement nombreuses. Dans tous les cas, ainsi que nous l'avons souligné dès le début, elle traduit le désir de créer un lien entre deux sociétés.

Mais il existe en dehors de la participation d'autres modes de liaison susceptibles de réaliser le même but ; ce sont l'entente contractuelle et la fusion.

Nous nous proposons de comparer ces trois procédés de liaison ; en notant leurs points communs et en faisant ressortir leurs différences, nous pourrions mieux préciser les caractères propres et les conditions particulières d'application de la participation.

*
* *

SOUS-SECTION I

La participation comparée avec l'entente et la fusion

La participation présente des caractères généraux qui l'opposent aussi bien à l'entente contractuelle qu'à la fusion.

*

La participation est un procédé très souple qui peut servir indifféremment à établir soit une simple influence, soit un contrôle complet. Son degré d'efficacité n'est fonction que des désirs et des possibilités financières de celui qui l'emploie. Elle peut passer de l'influence au contrôle ou réciproquement.

Au contraire, l'entente contractuelle et la fusion ont chacune à cet égard un domaine limité.

L'entente contractuelle ne peut intervenir, par définition, qu'entre deux sociétés qui acceptent l'une et l'autre de se concerter en vue de la liaison projetée ; elle ne se manifeste que par des accords conclus entre sociétés gardant chacune, dans une mesure plus ou moins complète, leur indépendance.

De son côté la fusion représente uniquement, par sa nature même, le contrôle le plus complet ; elle annihile complètement la personnalité de la société contrôlée.

Il résulte de cette souplesse de la participation qu'elle peut traduire tous les groupements d'ensemble auxquels donnent lieu la concurrence et la concentration des entreprises : elle apparaîtra dans les cartells comme dans les trusts. L'entente n'a sa raison d'être que dans les cartells ; la fusion ne trouve sa place que dans les trusts.

*

Un autre caractère essentiel de la participation est qu'elle peut être unilatérale, procéder de la seule volonté de l'une des sociétés entre lesquelles elle établira une liaison.

Par suite, il est loisible à la société qui se procure des titres d'une autre entreprise de ne tenir compte que de ses propres intérêts dans l'acquisition et l'utilisation de cette participation.

Elle peut procéder à cette prise d'intérêt sans attirer l'attention de l'entreprise sur laquelle elle a jeté son dévolu ; quand il s'agit d'un titre pourvu d'un large marché en bourse, des achats discrets, échelonnés prudemment sur une assez longue période de temps, permettent assez facilement d'acquérir un nombre important de titres, dont le montant sera brusquement révélé au moment voulu.

Lorsqu'une société s'est ainsi procuré au sein de l'autre entreprise l'influence répondant au but qu'elle s'était fixé, elle peut en user, théoriquement du moins, dans la seule mesure où ses propres intérêts l'exigent ; elle n'est nullement tenue, en retour, de consentir à l'entreprise dont elle détient les titres des avantages correspondants.

La société participante est enfin libre de maintenir sa participation, de l'augmenter, de la diminuer ou même de la supprimer complètement, sans avoir à consulter l'entreprise intéressée, ni à tenir compte des répercussions que ces changements peuvent entraîner pour cette dernière.

La société participante apparaît ainsi comme agissant un peu selon son bon plaisir, profitant de tous les avantages, laissant tous les inconvénients à l'entreprise sur laquelle elle a jeté son dévolu.

Au contraire, l'entente contractuelle et la fusion sont en règle générale le résultat d'accords préparés par des échanges de vue entre les deux sociétés concernées et conclus lorsque chacun des contractants accepte les demandes de son partenaire. Dans ces discussions préalables, il doit toujours

être tenu compte, dans une certaine mesure, des intérêts et des desiderata de chaque partie en cause ; les divergences doivent être aplanies autant que possible ; des transactions, des concessions interviennent ; les questions de personnalités jouent leur rôle ; même lorsque l'une des parties est économiquement plus faible que l'autre, elle peut toujours espérer retirer certains avantages de son acceptation.

Enfin aux cas d'entente et de fusion, les conditions relatives au fonctionnement et à la durée de la collaboration sont connues d'avance et acceptées comme telles par les parties.

L'entente contractuelle est généralement conclue pour une période limitée pendant laquelle chaque partie peut compter sur la stabilité des conditions arrêtées. Si l'un des partenaires se retire avant le terme fixé et sans respecter les délais de préavis et les formes déterminés par la convention, les autres entreprises sont en droit de lui réclamer des dommages et intérêts. Au moment du renouvellement de ce contrat, chaque partie reprend sa liberté de discussion en vue de la signature éventuelle d'une nouvelle convention.

Au cas de fusion, les parties ont envisagé et accepté en connaissance de cause une combinaison à peu près indissoluble de leurs éléments d'actif, combinaison dont la stabilité est précisément un des éléments principaux de succès.

Bref, il apparaît que, par opposition à la participation, l'entente contractuelle et la fusion ménagent la libre combinaison de deux volontés restées maîtresses de leurs décisions.

Toutefois, cette différence entre la participation d'une part, l'entente contractuelle et la fusion d'autre part, n'est pas en pratique aussi accentuée qu'elle peut le paraître en théorie.

On constate en effet que la participation prend assez souvent en fait un caractère contractuel.

Dès qu'il s'agit d'une participation portant sur un assez grand nombre de titres, la société participante ne peut que difficilement se les procurer sur le marché. Elle doit s'adresser aux actionnaires importants de l'entreprise sur laquelle elle désire exercer une influence. Dès ce moment elle est obligée de discuter, avec ces détenteurs d'actions, les conditions auxquelles ces derniers accepteront de se dessaisir de tout ou partie de leurs titres. Par suite, elle doit tenir compte de leurs désirs afin de les amener à un accord.

De même, lorsqu'une société veut abandonner une participation importante, elle ne saurait, sans s'exposer à une perte en capital, jeter en bloc sur le marché les titres dont elle cherche à se défaire. Si elle ne veut pas s'astreindre à les écouler peu à peu en répartissant ses ventes sur une période de temps assez étendue, elle est contrainte de rechercher à l'amiable un groupe acquéreur ; or à ce moment encore, elle sera le plus souvent tenue de s'adresser aux gros actionnaires de l'entreprise et devra discuter avec eux les conditions d'un accord amiable.

A un autre point de vue, la participation tend fréquemment à perdre son caractère unilatéral. Lorsque la participation d'une société à une autre entreprise est importante et durable, la société participante a en général tout avantage à favoriser le développement de l'entreprise à laquelle elle est

intéressée ; elle est donc portée à tenir compte simultanément des intérêts des deux entreprises. La participation donne des droits à la société participante, mais lui crée en même temps des obligations.

En fait la participation appelle souvent la collaboration ; nous verrons même que cette entente se consolide parfois par une deuxième participation intervenant en sens contraire de la première. La participation réciproque est alors la consécration d'une réelle communauté de vues et d'intérêts.

*

En résumé on peut noter que la participation est un mode de liaison plus souple que l'entente et la fusion ; mais on doit reconnaître que l'indépendance d'allures que laisse en apparence l'emploi de la participation s'atténue dans de fortes proportions dès qu'il s'agit de chiffres importants et de prises d'intérêt destinées à répondre à des combinaisons de longue durée. Si la participation se présente parfois comme un procédé d'attaque, elle est fréquemment en fait un moyen de forcer une entreprise à une collaboration qui par la suite devient réciproque.

*
* *

SOUS-SECTION II

La participation-relation et l'entente contractuelle

L'entente contractuelle est utilisée comme la participation et pour répondre aux mêmes besoins de liaison économique. Lorsqu'elle réunit deux ou plusieurs entreprises

d'une même branche de production, elle prend les noms de cartell, communauté d'intérêts, gentlemen agreement, pool...; entre deux ou plusieurs entreprises qui se succèdent dans l'ordre économique, elle est représentée par les accords d'exclusivité, en matière d'achat et de vente.

On peut donc concevoir, pour chaque relation à établir entre deux ou plusieurs entreprises, soit une entente, soit une participation.

L'entente contractuelle groupe le plus grand nombre possible d'entreprises ayant des intérêts communs. L'entente horizontale, qui est de beaucoup la plus fréquente, s'efforce de réunir toutes les entreprises s'occupant de la même spécialité économique. Pour qu'une entreprise soit sollicitée d'entrer dans une combinaison de cet ordre, il suffit que sa production atteigne un pourcentage notable de la production totale du groupe envisagé. La liste de ces entreprises se trouve donc fixée par de simples constatations statistiques et les promoteurs de l'entente n'ont aucun choix à exercer ; ils sont en quelque sorte contraints d'entrer en pourparlers avec les maisons que leur importance désigne pour faire partie de l'accord envisagé.

Au contraire, lorsqu'une entreprise se propose de prendre une participation dans un groupe déterminé, elle fait un choix parmi les sociétés susceptibles de répondre au but qu'elle recherche. Elle étudie donc de façon détaillée et approfondie la situation de ces différentes sociétés. Pour chacune d'elles, elle se documente sur son organisation, son activité passée, ses possibilités d'avenir, les tendances de son personnel dirigeant. Elle compare ensuite, à ces divers points de vue, la valeur que représente chacun de ces organismes économiques. Elle se fait de la sorte une opinion raisonnée

qui lui permet de déterminer la société à laquelle elle décidera de s'intéresser.

*

Il est naturel que, lors des pourparlers engagés en vue d'une entente, des préoccupations de cet ordre ne trouvent pas leur place ; la société qui entre dans un cartell, par exemple, se propose surtout d'y acquérir des garanties contre le développement excessif de la concurrence de ses rivales. Il s'agit pour elle de s'assurer un prix de vente minimum, une région réservée pour l'écoulement de ses produits, un approvisionnement certain en matières premières, etc... L'entente a le plus souvent, dans ces conditions, un caractère défensif ; chaque entreprise recherche, dans un accord, les limitations qui s'imposeront à des concurrents puissants ; elle ne s'intéresse pas, de façon active, à leur développement.

Dans le cas de la participation au contraire, la société participante a tout intérêt à bien déterminer son choix. Il s'agit en effet pour elle d'une entente qui comporte un investissement de fonds ; elle doit donc envisager, en dehors des résultats d'ordre économique qu'elle attend de la participation, la sécurité et la productivité du placement de capitaux qu'elle effectue. D'autre part, une participation de titres basée sur un but d'activité économique est destinée à durer ; toute erreur serait fâcheuse ; un bon choix peut avoir des conséquences heureuses et former le point de départ de relations plus étendues avec la société en cause.

Ces développements sont difficilement réalisables avec l'entente contractuelle ; même à la suite de révisions péri-

diques des accords, l'esprit qui anime les nombreuses entreprises faisant partie de l'accord ne sera jamais un désir de collaboration positive. Au contraire, la participation qui réunit deux entreprises les amène à se mieux connaître et à rechercher en commun les meilleures solutions en vue du développement de leur activité ; une liaison plus solide et plus active s'établit.

Dans la pratique, il arrive qu'une entente contractuelle soit consolidée par des participations, tout au moins entre les principales maisons faisant partie de l'accord ; dès ce moment se dessine entre ces entreprises un lien particulier : l'entente a favorisé la naissance de la participation (1).

*

En résumé l'entreprise qui fait partie d'une entente cherche surtout à défendre sa situation contre tous ses concurrents ; l'entreprise participante s'efforce d'obtenir la collaboration d'une société déterminée ; l'entente est un essai partiel, limité, qui peut conduire aux méthodes à la fois plus souples et plus solides de la participation.

*
* *

SOUS-SECTION III

La participation-contrôle et l'entreprise unique

On doit se demander, tout d'abord, dans quels cas se pose

(1) Dès 1904 la communauté d'intérêts existant entre deux importantes sociétés allemandes d'industrie chimique (« Höchstes Farbwerke » et « Cassella et Cie ») reposait sur un accord conclu pour l'échange d'actions entre ces deux sociétés.

la question du choix entre la participation-contrôle et l'entreprise unique. En d'autres termes, quelles sont les circonstances qui permettent d'envisager, soit la création d'une entreprise unique, soit l'organisation de deux sociétés distinctes dont l'une aurait la direction de l'autre du fait d'une importante participation de titres ?

Ces circonstances sont de deux ordres qui répondent à deux préoccupations opposées.

*

En premier lieu, lorsqu'un entrepreneur cherche à grouper sous une direction unique deux entreprises qui étaient jusque là distinctes et indépendantes, il a deux moyens à sa disposition.

Il peut provoquer la fusion de ces organismes ; cette fusion se réalise soit du fait de l'absorption d'une société par l'autre, soit du fait de la création d'une troisième entreprise absorbant les deux sociétés.

Il peut également utiliser la participation-contrôle, soit que l'une des sociétés se rende acquéreur d'un lot important de titres de la seconde société, soit qu'une société de titres créée spécialement à cet effet, détienne des actions de contrôle des deux sociétés primitives.

*

En second lieu, lorsqu'un chef d'entreprise cherche à diviser l'organisation de sa société tout en gardant la haute main sur tous les éléments de son activité, deux procédés s'offrent à son choix.

Ou bien il se contente de créer un service distinct qui

forme une nouvelle branche rattachée hiérarchiquement à la direction centrale de l'entreprise.

Ou bien il fonde une nouvelle société, à laquelle il fait apport du compartiment envisagé et dont la société-mère détient la totalité ou la majorité des titres.

*

De toute façon, qu'il s'agisse de groupement d'entreprises ou de division du travail, quelles sont les raisons qui entraînent la décision du chef d'entreprise ? Elles apparaissent à première vue nombreuses et contradictoires. On peut cependant les grouper toutes autour d'une remarque essentielle. L'entreprise unique comporte une union de droit et de fait de tous les services qu'elle comprend. Les sociétés groupées par une participation-contrôle forment également, en fait, un organisme unifié sous l'autorité d'une seule direction ; mais ce lien, quelle que soit sa force, laisse subsister une division de droit, puisqu'il consacre l'existence de deux ou plusieurs entités juridiquement distinctes.

La différence existant, dans l'ordre économique, entre l'entreprise unique et les entreprises groupées par une société de contrôle, correspond assez exactement à celle qui sépare, dans l'ordre politique, l'Etat unitaire de l'Etat fédéral.

Elle entraîne de multiples conséquences de tous ordres ; nous nous proposons de les examiner successivement à l'occasion des nombreuses applications pratiques de la participation-contrôle et de souligner au fur et à mesure les avantages et les inconvénients de cette forme de participation.

*
* *

PRINCIPAUX POINTS DE COMPARAISON ENTRE LA PARTICIPATION-CONTROLE ET L'ENTREPRISE UNIQUE

*
* *

I. — ORGANISATION ADMINISTRATIVE

Dans l'entreprise unique, une hiérarchie rigoureuse maintient une subordination complète aux ordres de la direction générale ; celle-ci se trouve appelée à prendre une décision

La différence existant, dans l'ordre économique, entre l'entreprise.

Dans le cas d'une participation-contrôle, la société contrôlante n'agit que de façon indirecte sur la société contrôlée, du moment que cette dernière possède un organisme de direction. La participation offre donc le moyen d'isoler plus facilement les différents rouages d'une organisation administrative.

Il n'est pas possible d'indiquer de façon générale quelle est, de ces deux organisations, celle qui est la meilleure au point de vue économique. La réponse est toute d'espèce et dépend des conditions afférentes à chaque exemple envisagé.

On peut cependant signaler que pour de petites entreprises la concentration comporte des avantages appréciables qui ont été mis en lumière depuis longtemps et sur lesquels nous n'insisterons pas. D'autre part les entreprises extrêmement importantes présentent parfois les inconvénients d'un organisme trop complexe, trop lourd, difficile à mettre en mouvement avec la rapidité nécessaire et dont les cadres

supérieurs sont en quelque sorte congestionnés par le nombre et l'ampleur des décisions à prendre. Il semble donc qu'il existe un état économique optimum où l'entreprise profite des bienfaits de la concentration sans souffrir de ses défauts. Ce degré de concentration si favorable au développement d'une entreprise ne peut être déterminé que par les leçons de l'expérience et de façon tout à fait approximative ; il varie pour chaque branche d'activité ; il dépend également des conditions spéciales de temps, de lieu, de race, etc..

Il ne faut donc pas songer à déterminer un critérium théorique qui permettrait de diriger l'évolution d'une entreprise vers la solution convenant le mieux à sa situation particulière. Nous nous bornerons en conséquence à signaler les principaux cas dans lesquels des chefs d'entreprise ont, pour des raisons d'ordre administratif, préféré la participation à l'entreprise unique.

* *

1°. — *La participation-contrôle et les tendances à la concentration*

Lorsque la concentration des sociétés d'une même branche d'activité se manifeste sous la forme de participations de titres, la société contrôlante se réserve une fonction importante, dont la bonne exécution est une condition de la prospérité commune des entreprises contrôlées.

*

Ce rôle peut être rempli par une société qui, tout en

ayant acquis des titres d'une ou plusieurs autres entreprises, conserve néanmoins une activité effective dans la branche économique à laquelle elle se consacre (production, commerce, etc..). Cette société n'est alors qu'une société de contrôle « impure ». Bien que sa direction assume dans une certaine mesure un rôle commun à la société contrôlante et aux sociétés contrôlées, elle n'est pas spécialisée dans cette fonction ; car elle s'occupe également, au même titre que les directions des sociétés contrôlées, des questions particulières au fonctionnement de chaque entreprise. Cette forme d'organisation, pourtant très fréquente, représente donc une ébauche inachevée de la forme logique de la société de contrôle.

Ce développement exclusif de la fonction commune aux entreprises d'un même groupe trouve son expression harmonieuse dans la « pure » société de contrôle. Celle-ci ne possède dans son actif que les titres des sociétés contrôlées et s'occupe uniquement de remplir le rôle dont chacune d'elles se décharge sur l'organisme commun : la pure société de contrôle isole un rôle directeur.

On constate d'ailleurs assez fréquemment qu'une société de contrôle évolue du premier type vers le second ; il arrive, en effet, qu'une société mixte abandonne son exploitation pour se consacrer uniquement à la détention des titres de ses filiales. Le cas se présente surtout dans les branches d'activité où la spécialisation est très poussée. Il s'est produit à plusieurs reprises vers le début du 20^e siècle au cours du développement remarquable des sociétés d'électricité allemandes. C'est ainsi qu'en 1903 la Société « Schuckert & Cie » et la société « Siemens & Halske » ont fondé une société d'exploitation, la « Siemens-Schuckert Werke », qui a repris leurs fabrications ; à la suite de cette cession, la société

« Schuckert » (1) est devenue une pure société de contrôle et s'est occupée uniquement de la gestion des actions d'apport qu'elle avait reçues et des titres qu'elle possédait déjà en portefeuille.

*

Si le rôle de la société de contrôle varie suivant chaque spécialité économique, on peut dire de toute façon que cette société représente les intérêts généraux du groupe ou de la profession. Elle est par suite l'organisme tout indiqué pour entrer en contact et discuter des questions d'ordre général avec les groupements similaires, soit du même pays, soit des pays étrangers.

La « Société Centrale de Dynamite » est, comme nous l'avons déjà indiqué, la société de contrôle de la majeure partie des entreprises françaises de fabrication d'explosifs ; c'est elle qui entretient des relations avec les trusts analogues d'Angleterre (Nobel) et des Etats-Unis (du Pont de Nemours).

*

Un des rôles qui incombent le plus fréquemment à la société de contrôle est d'assurer les opérations financières et la trésorerie du groupement. Une société puissante trouve en effet du crédit plus facilement et à meilleur compte qu'une société moins importante. La société de contrôle possède ses propres banquiers ; elle leur emprunte des fonds qu'elle répartit ensuite entre ses filiales suivant leurs besoins. D'autre part lorsqu'un groupement dirigé par une société de con-

(1) Actuellement « Elektrizitäts A. G. »

trôle comporte un assez grand nombre de filiales, certaines d'entre elles peuvent avoir des fonds disponibles ; ces fonds sont remis à la société de contrôle, qui les met à la disposition des autres entreprises en quête d'argent.

Dans ces cas la société de contrôle tient donc, dans le groupe, le rôle de banquier et de caisse de compensation.

On peut citer à cet égard l'exemple de la « Central Mining », puissante société de contrôle d'entreprises minières et industrielles de l'Afrique du Sud. Cette société consacre en effet une grande activité aux opérations financières de son groupement. Pour un passif (au 31 décembre 1925) de £ 11 millions, elle accuse un poste créditeur de £ 6 millions, sur lesquels £ 5 millions proviennent de dépôts effectués par les filiales. Cette somme est employée en partie à des avances aux filiales (£ 3 millions), en partie en placements temporaires, tels que reports, bons et obligations du Trésor anglais, etc... Cette activité, profitable aux entreprises contrôlées, est également pour la société de contrôle une source importante de revenus réguliers.

Il importe de remarquer que les avances consenties par une société de contrôle à ses filiales sont des créances d'un caractère particulier. Elles sont en effet accordées le plus souvent à des sociétés dont le développement est en cours ou qui ont besoin d'un appui pendant une période difficile de leur existence. Ces filiales seraient donc très embarrassées et parfois mises en fâcheuse posture si elles se trouvaient dans l'obligation de les rembourser. La société-mère est ainsi tenue de laisser ces sommes à la disposition des filiales, sous peine de manquer au rôle de soutien financier qu'elle s'est fixé. A son propre point de vue, elle doit par suite considérer que de telles avances sont des immobilisa-

tions, au même titre que les participations qu'elle possède dans ses filiales. Une société de contrôle bien gérée n'avancera des fonds à ses filiales qu'au moyen de ressources dont elle est assurée de conserver la disposition pendant une certaine période.

Un des trusts d'électricité les plus renommés, tant au point de vue technique qu'au point de vue financier, la « Banque pour entreprises électriques » (Bank für elektrische Unternehmungen) de Zurich, a pris soin de marquer, dans la présentation de son bilan, le caractère d'immobilisation que présentent les avances aux filiales. Il groupe, en effet, à son actif, sous la même rubrique « Placements », à la fois les « Actions et parts » (37 millions de francs suisses au 30 juin 1927) et les « Avances en compte courant » (20 millions).

*

En dehors des fonctions de représentation générale et d'ordre financier, la société de contrôle assume fréquemment le rôle de la direction technique et commerciale du groupe contrôlé.

La société l' « Omnium Lyonnais », qui détient un portefeuille important de valeurs de chemins de fer sur routes et tramways, possède un service technique centralisateur, où sont étudiées, dans l'intérêt des filiales, les questions de construction et d'exploitation des voies ferrées. Cette organisation technique est d'ailleurs facilitée par le fait que l' « Omnium Lyonnais » est, en même temps qu'un omnium de titres, une entreprise de travaux publics et spécialement d'établissement et d'équipement de voies ferrées. Dans ce cas, une société mixte a donc su utiliser, pour le plus grand

bien de ses filiales, un service afférent à sa propre exploitation.

Le groupement des commandes en vue des fournitures nécessaires aux sociétés filiales figure également dans les attributions de certaines sociétés de contrôle.

La « Société d'éclairage et de force par l'électricité à Paris », société de contrôle détenant des valeurs d'électricité, signale dans son rapport de 1926 qu'elle a envoyé aux Etats-Unis des missions techniques et commerciales dont les résultats serviront aux sociétés dans lesquelles elle est intéressée.

*

S'il existe des sociétés de contrôle qui se bornent à remplir l'une ou l'autre des fonctions ci-dessus signalées, on conçoit qu'une société réellement active et soucieuse d'assurer effectivement à ses filiales tous les services que celles-ci peuvent en attendre, s'efforce de concentrer entre ses mains plusieurs de ces rôles de direction.

A cet égard des indications intéressantes sont contenues dans le dernier rapport du Conseil de la « Société financière de transports et d'entreprises industrielles » (Sofina). Cette société belge est une société de contrôle très active, dont le portefeuille est surtout composé de valeurs de production et distribution d'électricité, d'éclairage et traction électriques.

Dans l'exposé fait à l'Assemblée générale du 28 Avril 1927, le Conseil insiste de façon détaillée sur les avantages de tous ordres que présente, dans cette spécialité économique, l'existence d'une société de contrôle :

« Le rapide développement des entreprises de production
« et de distribution d'énergie électrique, commandé par les

« besoins toujours croissants des populations et des indus-
« tries, exige l'étude de programmes coordonnés qui ne peu-
« vent plus s'arrêter aux limites d'une commune isolée,
« d'une ville même importante ou d'une région quelle que
« soit son étendue. Leur réalisation doit même, semble-t-il,
« dépasser les frontières des pays ; nous en donnerons plus
« loin un exemple.

« Concevoir des projets de pareille envergure et disposer
« des moyens financiers nécessaires pour les réaliser est une
« tâche trop vaste pour la généralité des sociétés exploi-
« tantes, sauf pour quelques-unes très importantes ; et c'est
« ainsi qu'apparaît l'efficacité du rôle du trust.

« Quelque parfaite que puisse être leur organisation tech-
« nique ou administrative la plupart de ces entreprises ex-
« ploitantes ne peuvent grouper autour d'elles l'état-major
« d'experts et de spécialistes qu'exigent l'étude et la mise au
« point de ces programmes aux larges horizons ; en s'asso-
« ciant au trust, elles bénéficient du travail et des connais-
« sances pratiques de cet organisme, intéressé autant qu'elles-
« mêmes au développement et à la prospérité de leurs
« affaires.

« D'autre part, l'expérience du trust en matière finan-
« cière, les résultats obtenus par les affaires qu'il groupe, les
« preuves ainsi données de la supériorité de son organisa-
« tion, la confiance inspirée aux établissements financiers
« par ses méthodes prudentes, sont autant d'éléments qui
« lui permettent de procurer, dans de bonnes conditions,
« aux entreprises exploitantes les capitaux parfois considé-
« rables qu'exige leur développement rationnel...

« Au trust revient aussi la tâche de coordonner les di-
« vers systèmes de production d'énergie. Et c'est dans cet

« ordre d'idées que doivent s'élargir les horizons entre lesquels les compagnies d'exploitation se sont trop souvent confinées jusqu'à présent ».

*

En résumé le rôle directeur de la société de contrôle dépend d'une part de la branche d'activité envisagée et d'autre part du degré de concentration recherché par les dirigeants de cette société. En tout cas le cadre que constitue la société de contrôle est extrêmement souple. La participation-contrôle n'entraîne pas, comme la fusion, une union portant sur tous les aspects de l'activité envisagée ; elle se prête au contraire à toutes les modalités que suggèrent les circonstances complexes et variables de la vie économique.

* *

2°. — *La participation-contrôle et les tendances à la division*

La même variété et la même faculté d'adaptation se retrouvent lorsqu'on envisage l'emploi de la participation-contrôle comme procédé de division du travail. Le rôle spécial qui est isolé par la participation se retrouve alors non plus dans la société contrôlante mais dans la société contrôlée.

Un chef d'entreprise constate souvent qu'un service de sa société ne peut pas prendre tout son essor parce qu'il est compris dans une organisation hiérarchisée qui lui enlève toute indépendance et toute possibilité d'initiative.

D'autre part, la gestion d'un service constitue fréquem-

ment pour une administration centrale, déjà surchargée de travail, une source de soucis absorbants.

Dans ces conditions, l'administration centrale et le service envisagé gagneraient l'un et l'autre à se trouver groupés par des liens moins étroits. La division de ces deux activités n'est pas toujours possible. Mais lorsqu'il s'agit d'un service facile à isoler de l'ensemble, on voit fréquemment le chef d'entreprise créer une société particulière, à laquelle il fera apport du compartiment envisagé. La société contrôlante reçoit des actions d'apport qui remplacent, dans son actif, les exploitations cédées à la nouvelle société. La société contrôlée, pourvue d'une organisation propre et d'un personnel distinct, ne demande à la société-mère que des directives d'ordre général. Une plus grande liberté d'action lui permet de se consacrer plus complètement à l'objet propre de son activité.

Pour des raisons tout à fait analogues, le chef d'entreprise a recours à l'institution d'une société contrôlée lorsqu'il veut organiser de toutes pièces un nouveau service, qu'il se propose de ne pas rattacher à la hiérarchie de la société-mère ; dans ce cas les actions détenues par la société contrôlante correspondent à sa souscription en numéraire au capital de sa filiale.

L'existence de ces sociétés filiales traduit fidèlement le but d'ordre administratif recherché par l'entreprise-mère tant que leur capital reste entre les mains de la société contrôlante. Mais du jour où cette dernière vient à céder tout ou partie de sa participation, la société filiale prend alors un autre caractère : celui d'une société de financement. Il est parfois difficile en pratique de savoir si une filiale créée dans un but apparent d'organisation administrative ne répond pas également à des intentions secrètes d'ordre financier. De

toute façon, les indications ci-après n'envisagent que l'activité de filiales instituées pour améliorer la gestion des services d'une entreprise.

Cette dernière préoccupation est évidemment commune à toutes les entreprises bien dirigées. Il arrive alors que des entreprises similaires cherchent au même moment et sous l'empire des mêmes nécessités à transformer le même service en une société distincte. Si ces entreprises sont en rapports d'affaires, il se peut qu'une entente intervienne entre elles pour la création à frais communs de cette filiale spécialisée ; la forme de la société par actions permet de donner à chaque fondateur des droits correspondants à la valeur exacte de ses apports. Dans cette hypothèse, la division du travail pratiquée dans chaque entreprise s'accompagne donc d'une concentration, au profit d'une même société, d'un rôle commun à toutes ces entreprises. Ce double procédé, qui peut être observé assez fréquemment, correspond à une évolution rationnelle ; il est surtout susceptible d'application dans les cas où l'activité annexe envisagée dépasse les simples moyens d'action d'une entreprise unique.

Quoiqu'il en soit, toute espèce d'activité annexe peut être exploitée séparément sous la forme d'une société filiale.

*

Dans une entreprise industrielle, une filiale est souvent créée pour s'occuper spécialement d'une partie accessoire de la fabrication, ou de l'exploitation d'un brevet.

On voit également deux entreprises dont l'activité est différente former en commun une société particulière pour s'occuper d'une spécialité qui les intéresse l'une et l'autre. On

sait par exemple que les houillères cherchent de plus en plus à utiliser tous les sous-produits de leur exploitation ; à cet égard elles sont amenées à s'entendre avec des sociétés de produits chimiques. Ces accords donnent fréquemment lieu à la création de filiales. La « Société des Produits Chimiques Anzin-Kuhlmann » a ainsi été constituée par la « Cie des Mines d'Anzin » et par « les Etablissements Kuhlmann » pour la construction et l'exploitation d'une usine d'ammونياque synthétique alimentée avec les gaz de fours à coke des mines d'Anzin.

*

Les services commerciaux d'une entreprise font également dans certains cas l'objet d'une société spéciale.

Plusieurs sociétés métallurgiques de la région de l'Est ont par exemple fondé en commun une société de vente à l'étranger, la « Longovica ». Le Conseil des « Aciéries de Longwy », principale société intéressée à la « Longovica », s'exprime ainsi, en 1922, sur les motifs qui l'ont amené à l'institution de cet organisme distinct :

« Votre Conseil s'est préoccupé dès l'armistice de s'assurer des débouchés en vue de l'écoulement de la production importante que nos usines réaliseront dès qu'elles seront reconstituées, production qui ne pourrait pas trouver tout son écoulement sur les marchés intérieurs. Après une étude approfondie de la question, nous avons estimé que, pour lutter avantageusement sur les marchés d'exportation, il convenait de créer un *organisme spécial*, doté de moyens d'actions puissants et variés. C'est pour réaliser ce projet qu'au début de l'année, et avec le concours de plusieurs sociétés amies, nous avons participé à la créa-

« tion de « Longovica, Compagnie industrielle et commerciale d'exportation », au capital de 20 millions, dont notre « société possède la moitié des actions » (1).

A un autre point de vue, lorsqu'une société exerce son activité dans plusieurs sphères géographiques éloignées de son siège social, il serait pratiquement impossible de vouloir diriger du siège tous les établissements situés à l'étranger. Cette difficulté, jointe à d'autres considérations sur lesquelles nous reviendrons plus tard, provoque la création de sociétés distinctes ; il existe généralement une filiale par pays.

La société française « L'Air Liquide » détient ainsi, sur un actif de 157 millions, un portefeuille comptabilisé pour 25 millions (2), composé de titres de nombreuses filiales qu'elle a créées dans différents pays pour l'exploitation de ses procédés industriels.

La création de filiales constitue déjà un premier pas dans la division du travail. Mais la société-mère reste toujours tenue de leur donner des directives générales. Cette fonction administrative peut, dans certains cas, paraître lourde à la société-mère, surtout si elle a conservé une activité propre et

(1) Sur les 40.000 actions de 500 francs formant le capital de Longovica : 3.000 ont été attribuées aux Aciéries de Longwy qui ont fait apport à la nouvelle société de leur organisation commerciale déjà existante ; 37.000 ont été souscrites en numéraire, dont 17.000 par les Aciéries de Longwy ;

Longovica représente donc pour les Aciéries de Longwy, la transformation en société spéciale d'un service déjà existant ainsi qu'une augmentation considérable des moyens d'action mis à la disposition de son département commercial.

(2) Ce portefeuille est estimé plus de 70 millions.

si ses filiales sont nombreuses. Une nouvelle étape sera franchie dans la division du travail le jour où une société spéciale sera créée par la société-mère pour l'administration des filiales. Cette société recevra en apport les titres des filiales, qui seront remplacés par ses propres actions dans le portefeuille de la société-mère.

Un exemple particulièrement net de cette organisation est fourni par les entreprises de coffres-forts « Fichet ». Le Rapport du Conseil à l'Assemblée du 17 Septembre 1924 s'exprime en ces termes à ce sujet :

« Depuis l'armistice, nos rapports annuels vous ont entre-
« tenus de la création de nos diverses filiales à l'étranger
« et vous avez pu suivre, chaque année, l'énergique effort
« d'expansion que nous avons dû faire pour mettre notre or-
« ganisation à la hauteur des circonstances nouvelles créées
« par la guerre.

« Comme vous le savez, nous avons successivement cons-
« titué des filiales avec usines de fabrication en Espagne,
« en Italie, en Roumanie, en Belgique et au Brésil.

« Nous avons, de plus, conclu une alliance étroite avec la
« Société Wertheim de Vienne.

« L'ensemble des sommes que nous avons consacrées à la
« création et au développement de ces filiales, s'élève à plus
« de dix millions de francs.

« Cet effort considérable, accompli presque entièrement
« sur nos disponibilités, s'est révélé fructueux et, si nous
« avons pu vous présenter chaque année depuis 1918 des
« résultats hautement satisfaisants, ils sont dûs dans une
« très large mesure aux avantages directs et indirects que
« nous avons retirés de notre puissante organisation à l'é-
« tranger.

« ...L'ensemble de ces filiales a dès maintenant une importance telle que l'on peut envisager à bref délai le moment où il atteindra, puis dépassera l'importance de la société-mère.

« Ce développement rapide entraîne une complexité croissante de gestion, un service financier de plus en plus chargé, une surveillance technique, commerciale et comptable de plus en plus étendue.

« Aussi, nous estimons que le moment est venu de constituer un organisme nouveau séparé de la Société « Fichet » et qui assurera la gestion de ce portefeuille, le service financier des filiales et leur surveillance technique, commerciale et comptable.

« Nous avons l'intention de constituer dans ce but une société anonyme dénommée « *Société des Filiales Etrangères Fichet* » au capital de 11.500.000 francs en 23.000 actions de 500 francs.

« La Société Fichet apportera à cette société nouvelle l'ensemble de ses participations dans les diverses filiales énumérées ci-dessus et dans la Société Wertheim.

«Au point de vue de la Société Fichet, l'opération présente l'avantage de scinder d'une manière nette deux domaines commerciaux et industriels complètement différents, à savoir :

« 1° La France et les pays étrangers où Fichet n'a pas de filiale construisant sur place et qui sont desservis en principe par les usines françaises.

« 2° Les pays étrangers où la construction Fichet est assurée sur place par les filiales Fichet.

« La Société Fichet de Paris détenant plus de 50 % du capital social de la nouvelle société, conserve la possibilité

« de donner à toutes ses filiales une orientation conforme
« aux intérêts généraux de notre industrie.

« Cette communauté de direction et de politique commerciale est d'ailleurs indispensable pour tirer le meilleur
« parti possible de l'ensemble des filiales.

« Au point de vue des filiales, la constitution d'un groupement important, uniquement chargé de leur service
« financier et de leur surveillance, permettra d'assurer d'une
« manière plus large leur développement dans l'avenir ».

Il arrive parfois qu'une société ait intérêt à faire apparaître, *aux yeux des tiers*, une certaine séparation entre deux parties de son activité. La création d'une filiale à laquelle elle fera apport d'un compartiment de son actif et de son passif permettra de réaliser une division juridique sans rompre l'unité de l'entreprise.

Les « Messageries Maritimes » fournissent un exemple typique à cet égard. Cette société exploitait jusqu'en 1920 deux catégories de lignes de navigation :

1° des lignes d'intérêt général pour lesquelles elle recevait une subvention de l'Etat (lignes postales).

2° des lignes de cabotage colonial et des lignes de navires mixtes et de navires de charge longs-courriers, pour lesquelles elle ne recevait aucune subvention de l'Etat.

Une distinction comptable apparaissait sur les livres de cette société entre le domaine « contractuel » et le domaine « libre » ; cette distinction permettait de déterminer s'il y avait lieu à révision de la subvention de l'Etat pour les lignes postales.

Mais après la guerre « les charges croissantes de l'ex-

« exploitation des navires et les problèmes que posait la recons-
« titution de la flotte de paquebots des Messageries Mariti-
« mes décimée par la guerre sous-marine conduisirent à
« l'adoption d'une formule différente d'intervention finan-
« cière de l'Etat. L'acquisition ou la construction du nombre
« de paquebots nécessaire pour permettre l'exécution nor-
« male des lignes postales exigeait, ainsi que le prouve la
« réalisation du programme actuellement en voie d'achève-
« ment, une dépense dépassant un demi-milliard de francs.
« La Compagnie ne pouvait envisager de se procurer des
« fonds d'une telle importance sans qu'une garantie de l'Etat
« vint faciliter le placement par elle dans le public des em-
« prunts obligataires à émettre à cet effet. Or, cette garantie
« de l'Etat impliquait comme contre-partie un contrôle plus
« étroit que par le passé de la part de l'Administration sur
« l'exploitation et les comptes de résultats des lignes pos-
« tales ».

En conséquence une nouvelle convention a été signée en 1920 entre les « Messageries Maritimes » et l'Etat :

« A la distinction d'ordre purement comptable que la
« Convention de 1911 avait organisée, a succédé, avec le
« nouveau régime, une séparation plus profonde, à la fois
« d'ordre financier et juridique, entre les deux exploitations
« « contractuelle » et « libre ». Cette séparation a été obtenue
« par la constitution, en Novembre 1921, d'une société ano-
« nyme dite « Services Contractuels des Messageries Mari-
« times », à laquelle la Compagnie des Messageries Mariti-
« mes a rétrocédé, en échange de certains avantages d'ordre
« financier, concernant notamment le service de l'intérêt et
« de l'amortissement des dettes obligataires antérieurement
« contractées pour le service public, d'une part les Conven-

« tion et Cahier des charges du 29 Décembre 1920 afférents
« aux services postaux et d'intérêt général, d'autre part sa
« flotte de paquebots affectée aux dits services ».

(Note publiée en 1926 par les « Messageries Maritimes »).

L'indépendance d'ordre comptable et financier fut le seul but recherché par ces conventions ; car, en fait, les « Messageries Maritimes » gèrent les « Services Contractuels » qui n'ont ni installations ni personnel distincts ; d'autre part les « Messageries Maritimes » détiennent une fraction importante du capital des « Services Contractuels » ; la moitié des sièges du Conseil des « Services Contractuels » est en outre réservée aux « Messageries Maritimes » ;

/* **

Les quelques indications données ci-dessus à titre d'exemples font ressortir à quel point la participation-contrôle est un procédé commode pour réaliser une spécialisation administrative, soit dans la société contrôlante, soit dans la société contrôlée.

*
**

II. ORGANISATION FINANCIERE

La participation-contrôle présente par rapport à la fusion des avantages d'ordre financier très importants ; elle réduit en effet au minimum le chiffre des capitaux à mettre en jeu pour obtenir le contrôle d'une société ; elle entraîne d'autre part une séparation financière effective entre la société contrôlante et la société contrôlée.

*
* *

1° LA PARTICIPATION-CONTRÔLE RÉDUIT AU MINIMUM LE MONTANT
DES CAPITAUX ENGAGÉS

* *

a) *Acquisition d'une partie seulement des actions
de la société contrôlée*

Lorsqu'une société absorbe une autre entreprise, elle est obligée de lui concéder des avantages correspondant à la totalité de son actif net. La société absorbée reçoit en représentation de ses apports, soit de l'argent comptant, soit des titres de la société absorbante ; dans les deux cas ce paiement est calculé en prenant pour base de discussion la valeur intégrale de l'organisation apportée.

D'autre part, la société absorbante sera tenue d'allouer une certaine rémunération à la société qu'elle désire absorber pour amener celle-ci à consentir à la fusion. Par suite, le prix d'achat qui sera acquitté par la société absorbante (soit en espèces, soit en parts d'associé) représentera généralement un montant supérieur à la valeur estimative des apports de la société absorbée.

La participation-contrôle permet de réduire considérablement les capitaux à engager par une société qui désire s'assurer une influence prépondérante sur une autre entreprise. Cette influence est en effet obtenue par l'acquisition d'une certaine partie du capital-titres de l'entreprise envisagée. En admettant même que la société contrôlante soit obligée de consentir des sacrifices pour amener les détenteurs de ces titres à s'en dessaisir en sa faveur, ces avantages par-

ticuliers ne portent également que sur une partie du capital social.

Il n'est en effet pas nécessaire de détenir la totalité des actions d'une entreprise pour en posséder le contrôle.

Etant donné que les décisions des Assemblées d'actionnaires sont généralement prises à la majorité des voix, le propriétaire de la moitié plus une des actions d'une société en est le maître absolu.

En pratique, ce chiffre n'est même pas nécessaire. Il suffit de détenir un nombre d'actions s'élevant environ à 40 % du capital. Par suite de la dispersion du reste du capital social entre un grand nombre de petits porteurs, il est en effet peu probable qu'un groupe adverse puisse réunir un nombre suffisant d'actionnaires pour faire échec au groupe dominant. Si cette division du capital est très poussée (1), le contrôle peut être pratiquement exercé par le propriétaire de 30 % du capital-actions.

On peut compter en effet sur l'indifférence bien connue des petits actionnaires en ce qui concerne la gestion de la société. Les porteurs de quelques actions n'ont ni les capacités requises, ni le temps nécessaire pour s'occuper de la société dont ils font partie ; le faible intérêt qu'ils possèdent dans cette société ne justifierait d'ailleurs pas un dérangement ou un déplacement. Aussi ne se soucient-ils généralement pas d'être présents aux Assemblées générales, ni de s'y faire représenter par quelqu'un de leur choix. Le nombre des actionnaires votant aux Assemblées est par suite réduit

(1) La répartition du capital est connue par le répertoire des certificats nominatifs, les feuilles de présence aux Assemblées et les listes des souscripteurs aux augmentations de capital.

à un chiffre peu important ; étant donné que les décisions y sont prises à la majorité des voix exprimées, le groupe dominant sera assuré d'une influence décisive, même s'il ne possède qu'un nombre d'actions bien inférieur à la moitié du capital social.

Les sociétés ont d'ailleurs appris à utiliser, en faveur du groupe contrôlant, cette apathie des actionnaires. Elles allouent un jeton de présence à l'actionnaire qui se fait représenter à l'Assemblée. La plupart des valeurs mobilières se trouvant en fait mises en garde dans les banques, ces dernières font parvenir à chacun de leurs clients un « pouvoir en blanc ». Bien que la rémunération promise soit modique, elle détermine l'actionnaire à faire le petit effort de signer le pouvoir et de le renvoyer à sa banque. La société se trouve finalement détenir un nombre important de pouvoirs en blanc ; le groupe dirigeant de cette société acquiert de cette façon, sans grands sacrifices, un nombre de voix intéressant qu'il joint à celles qu'il possède personnellement, pour former une majorité certaine au jour de l'Assemblée.

Ce procédé s'est généralisé rapidement. Il faut reconnaître qu'il est dans certains cas indispensable, si l'on veut que le quorum soit atteint et que l'Assemblée convoquée puisse valablement délibérer. Mais d'une part, des quorum décroissants sont prévus sur deuxième et troisième convocations ; d'autre part, l'allocation de jetons de présence révèle que le groupe dirigeant ne possède pas un nombre d'actions suffisamment important pour se passer de l'appui d'autres actionnaires.

Alors qu'en France les dirigeants d'une société cherchent ainsi, à l'occasion de chaque assemblée, à réunir l'adhésion

de leurs actionnaires, on a pu constater aux Etats-Unis l'emploi d'un procédé qui permet de s'assurer une fois pour toutes le droit de vote afférent à des actions.

Nous aurons l'occasion de voir ci-après que la législation américaine a apporté des entraves à la constitution des trusts et des sociétés de contrôle. Elle ne pouvait cependant pas empêcher les actionnaires d'une société de confier leurs titres à un organisme dans lequel ils avaient confiance, avec mission d'utiliser dans le même sens le droit de vote de toutes les actions qu'il détiendrait.

Ces organismes se développèrent sous le nom de « voting trusts » ; ils délivrent d'ailleurs des certificats de trust, donnant les mêmes droits que l'action, sauf le droit de vote réservé au trust.

En fait, de nombreux « voting trusts » furent créés sous le prétexte de concentrer les droits de vote, en réalité pour permettre à des financiers de détenir le contrôle d'une affaire sans avoir à engager aucun capital.

Des procédés de cette sorte ne peuvent pas être généralisés sans perdre leur efficacité ; ils ne réussiraient d'ailleurs pas dans tous les pays.

De toute façon, il reste acquis que le contrôle d'une entreprise peut s'exercer par la détention d'une fraction peu élevée (un tiers) du capital-actions de cette entreprise. Mais il existe des procédés variés pour réduire d'une autre manière le chiffre de la participation nécessaire au contrôle. Bien qu'ils aient été tout d'abord mis en honneur par des financiers recherchant à bon compte le contrôle d'une entreprise, ils sont actuellement répandus dans tous les milieux industriels et commerciaux.

* *

b) *Différenciation des titres en ce qui concerne
le droit de vote*

Depuis longtemps, les sociétés de droit anglo-saxon ont coutume d'émettre dans le public deux catégories d'actions : 1° *des actions de priorité* (1) qui n'ont généralement pas le droit de vote, mais qui donnent en compensation certains avantages à leurs porteurs ; au cas de liquidation elles sont remboursables en premier lieu ; un taux fixe de dividende doit leur être versé avant toute répartition des bénéfices. 2° *des actions ordinaires* (2) qui ne viennent aux répartitions qu'après les actions de priorité, mais qui possèdent le droit de vote.

Cette dissociation du droit de vote et du droit aux bénéfices, qui a souvent semblé illogique à des esprits français, s'explique cependant sans difficulté dans les conditions où elle est utilisée en Angleterre et aux Etats-Unis ; on considère que le titulaire d'une action de priorité est un associé de deuxième zone qui a préféré une sécurité accrue à un droit effectif de gestion.

En tout cas, il est bien évident que le contrôle de la société pourra être obtenu par la possession d'un nombre suffisant des seules actions munies du droit de vote aux Assemblées.

De même, l'émission d'actions sans droit de vote permet d'accroître la puissance de la société sans que le groupe con-

(1) En Angleterre : « preference share » ; aux Etats-Unis : « preferred stock ».

(2) En Angleterre : « ordinary share » aux Etats-Unis : « common stock ».

trôlant soit obligé d'augmenter parallèlement le chiffre de sa participation.

*

L'obligataire se trouve dans une situation tout à fait analogue à celle de l'actionnaire privé du droit de vote. S'il existe en effet des différences d'ordre juridique entre les obligations et les actions, les unes et les autres sont au point de vue économique des moyens d'obtenir du capital pour la société. Les capitaux apportés par les obligataires à une société sont à la disposition de la société jusqu'au jour prévu pour le remboursement et peuvent être utilisés par elle comme les capitaux fournis par les actionnaires. La nécessité du remboursement peut d'ailleurs être aisément éludée par l'émission d'une nouvelle série d'obligations prenant la place des obligations amorties.

L'obligataire est donc en pratique, aux yeux de la société, un apporteur de capital qui ne désire pas posséder un droit de gestion, mais se contente d'une rémunération régulière, fixée d'avance et plus certaine que celle de l'actionnaire puisqu'elle sera payée même en l'absence de bénéfices.

Lorsqu'une société est contrôlée par un groupe désireux de ne pas augmenter sa participation et qu'elle a besoin de disposer de capitaux nouveaux, on la verra recourir dans la mesure du possible à une émission d'obligations.

C'est ainsi que la société l' « Omnium d'Algérie-Tunisie », qui est elle-même une société de contrôle, a émis, dès sa première année d'existence, des obligations d'un montant égal au chiffre de son capital-actions ; les capitaux provenant de ces obligations ont été utilisés, comme les capitaux versés.

par les actionnaires, à l'acquisition des titres figurant actuellement dans son portefeuille.

On a même cité le cas (1) d'une société de contrôle qui a émis des obligations uniquement pour permettre aux actionnaires de retirer leurs fonds.

La majorité des actions d'une mine de Westphalie, la « Hibernia », se trouvait entre les mains de plusieurs établissements industriels et financiers (2). Une banque étrangère à ce groupe (3) s'efforça en 1904 d'acquérir des titres dans le but d'obtenir le contrôle de la société « Hibernia ». Pour résister à cette influence, les membres du groupe dirigeant fondèrent une société de titres, la « Herne », entre les mains de laquelle furent bloquées les actions de contrôle. Cette société fut créée au capital de 36 millions de marks, porté par la suite à 42 millions ; le quart seulement de ce capital, soit 10,5 millions, fut appelé ; ce chiffre représentait donc les fonds qui se trouvaient désormais immobilisés par le groupe directeur. Mais ce groupe désirait retirer les capitaux ainsi engagés : des obligations furent émises jusqu'à concurrence de 55 millions ; les fonds obtenus par ce procédé n'étaient pas indispensables à la gestion de la société contrôlée et furent employés conformément aux intérêts du groupe dirigeant. Celui-ci a donc accepté de diminuer le revenu de ses actions dans le but de retrouver indirectement la libre disposition de ses capitaux.

*

(1) Liefmann : « Betelligungs-und Finanzierungsgesellschaften », page 272.

(2) « Rheinisch-Westfälische Kohlensyndikat », « S. Bleichröder », « Berliner Handelsgesellschaft », « Darmstädter Bank », « Diskontogesellschaft ».

(3) La « Dresdner Bank », agissant pour le compte de l'Etat prussien.

Un autre procédé a été utilisé plus récemment pour réduire le chiffre du capital nécessaire au contrôle d'une société.

On a créé des actions dites « à vote plural » (1), qui sont avantagées par rapport aux actions ordinaires en ce qui concerne le droit de vote aux Assemblées.

Si l'action ordinaire ne donne droit qu'à une voix, l'action à vote plural confère plusieurs voix à son propriétaire ; lorsque l'actionnaire ordinaire n'a une voix qu'à condition de détenir un certain nombre de titres, le droit de vote est accordé au titulaire d'un nombre plus faible d'actions à vote plural (2).

Le même résultat est atteint non pas en majorant le nombre de voix attaché à certaines actions, mais en créant des actions d'un nominal moins élevé et possédant néanmoins le même droit de vote que les actions ordinaires (3).

Les deux procédés peuvent d'ailleurs être combinés (4).

L'apparition de ces actions à vote plural remonte aux

(1) Il serait plus exact de les nommer : actions à droit de vote privilégié.

(2) « Société Centrale de Dynamite » : Action ordinaire : 1 voix par 25 actions. Action à vote plural : 1 voix par 4 actions.

(3) En 1925 la Société « Thomson-Houston » fonde la « Financière électrique », filiale au capital de 20.000.000 francs dont elle détient la totalité du capital : 40.000 actions de 500 francs.

En 1927, la « Financière électrique », ayant besoin de fonds, projette de porter son capital à 85.000.000. La Thomson-Houston, se trouvant à cette époque dans une situation financière assez précaire, ne peut souscrire à l'augmentation de capital ; elle est donc menacée de perdre le contrôle de la Financière, ses 40.000 actions ne pouvant s'opposer aux 90.000 actions nouvelles. C'est alors que, parallèlement à l'augmentation de son capital, la Financière procède à une division de ses actions anciennes : les 40.000 actions de 500 francs de la Thomson sont échangées contre 160.000 actions de 125 fr. Chaque action de 125 francs donne droit à une voix, au même titre que chaque action nouvelle de 500 francs. Par ce moyen la Thomson garde le contrôle sans engager de capitaux, puisqu'elle dispose désormais de 160.000 voix contre 90.000 seulement aux nouveaux actionnaires.

Si ce procédé a été possible en l'espèce, c'est uniquement parce que les actions nouvelles ont été souscrites par des groupes amis (General Electric Company—Morgan—Lee Higginson—Sofina, qui ont bien voulu laisser à la Thomson le contrôle de sa filiale.

(4) « Kuhlmann » : action ordinaire : 250 francs ; 1 voix ; action à vote plural : 100 francs ; 10 voix.

années qui ont précédé la guerre (1). Leur utilisation s'est rapidement vulgarisée après la guerre à la faveur des variations considérables qui se sont produites dans les changes de certains pays. A la suite de la dépréciation de plusieurs monnaies européennes, les cours en Bourse des principaux titres nationaux ne s'étaient pas élevés dans une proportion correspondante. Ces titres se trouvaient donc, aux yeux d'un étranger détenteur de monnaie appréciée, à des cours extrêmement intéressants. Des financiers étrangers pouvaient ainsi acquérir à bon compte le contrôle d'une affaire nationale.

La création d'actions à vote plural, obligatoirement nominatives, dont le titulaire et le cessionnaire doivent se faire agréer par le Conseil d'Administration, a constitué une défense efficace contre ce danger. Mais on s'aperçut rapidement que ces titres peuvent aussi permettre à des capitalistes nationaux de détenir le contrôle d'une entreprise tout en engageant un chiffre infime de capitaux.

On assiste en ce moment, depuis quelques années, à une floraison d'augmentations de capital, soit par émission d'actions nouvelles, soit par distribution de réserves (2), ayant pour objet la seule création de ces actions. Tous les Conseils d'Administration invoquent le danger d'une main-mise de l'étranger ; dans beaucoup de cas, cette raison n'est qu'un prétexte ; ou bien la situation des changes et du marché des titres ne permet plus la réalisation de combinaisons avantageuses pour les étrangers ; ou bien il s'agit d'entreprises de petite envergure qui ne sauraient attirer des capitaux étrangers. Les exagérations auxquelles certains diri-

(1) En France : la « Société Centrale des Banques de Province », en 1911.

(2) L' « Ouest-Lumière », en 1926.

géants se sont laissé entraîner sont d'ailleurs la meilleure preuve que les actions à vote plural sont devenues, dans bien des cas, un simple moyen de diriger une affaire en laissant à d'autres actionnaires le soin d'apporter les capitaux et de courir les risques de l'exploitation.

Un exemple typique est constitué à cet égard par la « Société Fermière des mines de Sidi Bou Aouane ». Jusqu'en 1927, cette société avait un capital de 2.750.000 en 27.500 actions de 100 francs intégralement libérées ; le droit de vote aux Assemblées générales ordinaires était réservé aux porteurs de 10 actions.

Par une délibération de l'Assemblée Extraordinaire du 7 Janvier 1927, le capital a été augmenté de 250.000 francs, par la création de 2.500 actions à vote plural, d'un nominal de 100 francs, émises au pair, libérées du quart, et disposant d'une voix par action.

En engageant 62.500 francs, les propriétaires des actions à vote plural disposent de 2.500 voix, qui peuvent faire échec aux 2.750 voix des propriétaires d'actions ordinaires représentant une somme de 2.750.000 francs, soit un capital nominal 44 fois plus élevé. Un actionnaire a d'autre part fait remarquer qu'il était ainsi possible de « prendre avec 62.500 francs le contrôle d'une affaire qui est capitalisée aujourd'hui par la Bourse à environ 40 millions », ce qui représente le contrôle d'un actif réel 640 fois plus élevé. Enfin on doit souligner que le Conseil s'est encore réservé un droit de contrôle plus complet pour l'avenir puisqu'il a fait adopter une disposition précisant que les actions à vote plural auront « deux voix si le capital est porté à 3.500.000 francs, et en outre deux autres voix supplémentaires pour chaque

tranche de 500.000 francs d'augmentation de capital au-delà de 3.500.000 ». Un calcul très simple permet de se rendre compte que si le capital est doublé par la création d'actions ordinaires entièrement libérées, 2.500 actions à vote plural, représentant 62.500 francs, détiendront 30.000 voix, alors 57.500 actions ordinaires, représentant 5.750.000 francs, n'auront droit qu'à 5.750 voix.

Par contre, d'autres sociétés ont eu soin de prendre des précautions afin d'éviter toute critique lors de la création d'actions à vote plural. Les unes ont insisté sur le caractère provisoire de ses actions et ont prévu leur rachat obligatoire sous certaines conditions (1). D'autres se sont efforcées de faciliter l'accès des petits actionnaires aux actions à vote plural (2). Certains Conseils d'administration n'ont pas utilisé pour eux-mêmes le droit aux actions à vote plural que leur donnait la propriété d'actions ordinaires (3).

Enfin, il est intéressant de signaler (4) une tentative, unique en son genre, destinée à interdire absolument l'emploi des actions à vote plural dans l'intérêt exclusif de leurs détenteurs. Une société allemande, la « Bank für Industriewerte », fondée par quatre grosses banques, joue depuis 1920 le rôle de gérante d'actions à vote plural. Différentes entre-

(1) « Les actions B, dans notre esprit, ont un caractère temporaire, comme, nous l'espérons, le danger auquel elles doivent parer. Si ce danger disparaît, s'il s'opère entre des mains françaises un reclassement des titres comparable à celui de jadis, ces actions seront éteintes sur l'initiative du Conseil à l'aide des bénéfices sociaux ou des réserves... » (Crédit Lyonnais ; Assemblée générale extraordinaire du 24 septembre 1926 ; Exposé du Conseil d'Administration).

(2) « Les actions à vote plural sont créées à un nominal plus faible que les actions ordinaires pour faciliter leur attribution aux petits actionnaires ». (Déclarations du Président à l'Assemblée extraordinaire des Etablissements Kuhlmann en date du 8 septembre 1926).

(3) Déclarations du Président à l'Assemblée extraordinaire des Etablissements Kuhlmann du 21 décembre 1927.

(4) Liefmann, op. cit., p. 272.

prises industrielles, qui avaient émis des actions de cette catégorie pour éviter l'emprise étrangère, les ont transférées à cette société. La collaboration de quatre banques importantes à la direction de cette société écarte tout danger d'une utilisation des actions dans un but d'intérêt particulier. Par ailleurs, ces entreprises ont pris soin de limiter, par décision de leurs assemblées, les circonstances dans lesquelles le droit de vote des actions à vote plural peut être exercé ; de cette façon elles évitent le risque d'une main-mise de la banque sur l'industrie.

Quoiqu'il en soit, l'action à vote plural est susceptible d'être utilisée en faveur de capitalistes n'ayant qu'un intérêt minime dans l'affaire qu'ils dirigent. A ce titre, une telle organisation financière porte en elle des germes d'instabilité, car il n'est jamais bon de dissocier le risque de la responsabilité pécuniaire ; le meilleur administrateur des capitaux d'autrui est encore celui qui associe en même temps à sa gestion ses capitaux personnels. D'autre part, la création des actions à vote plural consolide la situation de fait des dirigeants actuels et interdit l'accès de nouveaux éléments à la gestion des entreprises ; il se peut donc qu'elle ne permette pas aux sociétés de s'adapter avec une souplesse suffisante à l'évolution constante des circonstances économiques.

Néanmoins, l'action à vote plural pourrait, semble-t-il, être admise dans une certaine mesure, pour défendre le groupe dirigeant contre une emprise étrangère ; on conçoit la nécessité de protéger des entreprises d'intérêt national contre la main-mise de l'étranger ; on peut également admettre que tout dirigeant doit, pour faire œuvre utile, être assuré d'une certaine stabilité et, dans ce but, être à l'abri des attaques incessantes de puissants groupements financiers.

Pourtant ces considérations ne nous paraissent pas de nature à faire accepter la généralisation des actions à vote plural. Il sera toujours impossible, en pratique, de discerner, dans chaque cas particulier, si la création de ces actions est suffisamment justifiée. En définitive, il appartient à l'esprit de mesure des groupements actuels de savoir utiliser avec modération l'arme dangereuse que constitue l'action à vote plural.

En France, un projet de loi (1) propose la réglementation de cette catégorie d'actions ; il prévoit que l'action à vote plural ne pourra, à capital égal, avoir un droit de vote plus de cinq fois supérieur à celui de l'action ordinaire.

Quoiqu'il en soit, si l'emploi de ces actions à vote plural rentre dans nos mœurs financières, il sera désormais possible de détenir à peu de frais le contrôle d'une société. Cette situation contribuera à accentuer les avantages financiers de la participation-contrôle par rapport à la fusion.

* *

c) *Utilisation de sociétés intermédiaires*

Les différents procédés que nous avons indiqués ci-dessus permettent à une société d'acquérir avec des capitaux réduits le contrôle d'une autre société.

Ces mêmes procédés peuvent également être employés par une troisième entreprise qui cherche à obtenir une influence déterminante sur la société de contrôle elle-même.

On peut ainsi imaginer une série de sociétés de contrôle

(1) Déposé au Sénat le 18 mars 1927 (J. O., Annexe n° 133).

Voir également à ce sujet le rapport détaillé présenté par M. Lesaché (J.-O. Chambre 1926, Annexe N° 3096).

subordonnées les unes aux autres. Le capitaliste qui détendra le contrôle de la société placée au sommet de cette hiérarchie n'aura engagé que des fonds relativement minimes par rapport au capital de la société située au dernier degré de cette série d'entreprises.

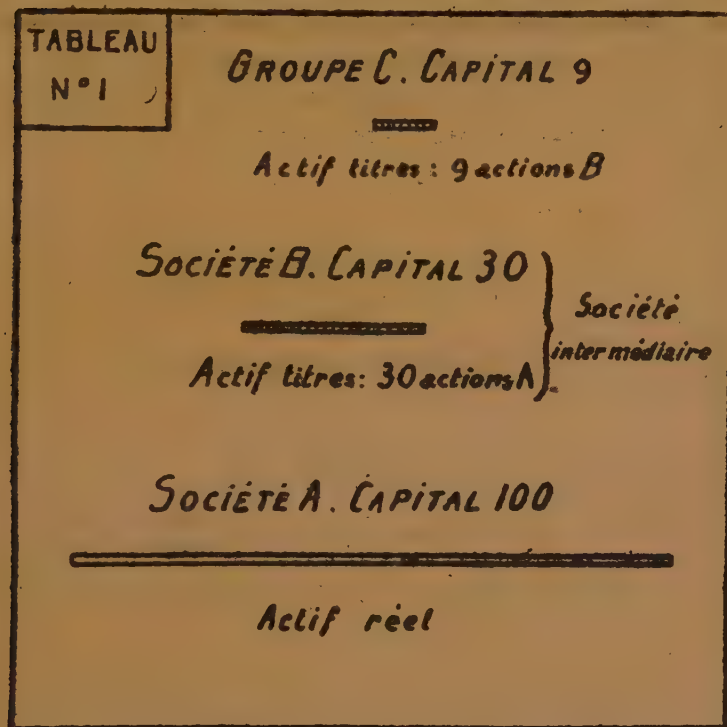
Prenons l'exemple d'une société A au capital de 100 (1). Si une société B, au capital de 30 (1), acquiert 30 % du capital de A, elle contrôle en fait la société A.

Mais la société B peut à son tour, et dans les mêmes conditions, être contrôlée par un groupe C.

Avec un capital de 9 ce groupe détiendra 30 % du capital de B, il contrôlera à la fois la société B et, par son intermédiaire, la société A.

(1) Afin de simplifier les exemples, nous admettrons que, pour chaque société le capital nominal correspond à la fois à la valeur boursière des actions et à la valeur réelle de l'actif net.

On constate alors qu'avec un capital de 9, le groupe C contrôle la société A au capital de 100 (Tableau n° 1).



Il ne faut pas toutefois se dissimuler le caractère théorique de cette hypothèse. Elle suppose en effet l'existence d'une société B qui a réussi à placer les deux tiers de son capital dans le public alors qu'elle se proposait uniquement d'acquérir des titres d'une autre société, la société A. Il faut évidemment trouver des souscripteurs assez peu avertis pour acquérir des titres B, ne représentant que des titres A, alors que ces derniers ont eux-mêmes un large marché.

Mais l'hypothèse devient plus pratique si la société B, au lieu de contrôler une seule société A au capital de 100, contrôle deux sociétés A et A' ayant chacune un capital de 50. Il sera en effet possible de faire valoir aux souscripteurs de B les avantages qu'amènera la concentration entre les mêmes mains des deux entreprises A et A' (Tableau n° 2).



Des cas de ce genre se présentent particulièrement dans les pays neufs, lorsqu'une branche d'activité se développe

très rapidement et que la concurrence est vive entre diverses sociétés fondées sans but d'ensemble. Des financiers entreprennent des spéculations sur ces titres et ne manquent pas de créer des sociétés intermédiaires destinées uniquement à acquérir des titres d'autres sociétés. Si le public est, de son côté, amateur de titres risqués et si sa crédulité se laisse abuser par le mot magique de « concentration », il se créera dans cette branche d'activité toute une « cascade » de sociétés de titres. Par suite des contrôles successifs, l'ensemble des sociétés du même groupe peut être dominé par quelques financiers détenant un petit nombre de titres de sociétés de contrôle à capital relativement réduit. Ceux-ci utilisent leur influence non pas dans un but économique, mais pour spéculer à leur avantage sur les titres des diverses sociétés du groupe.

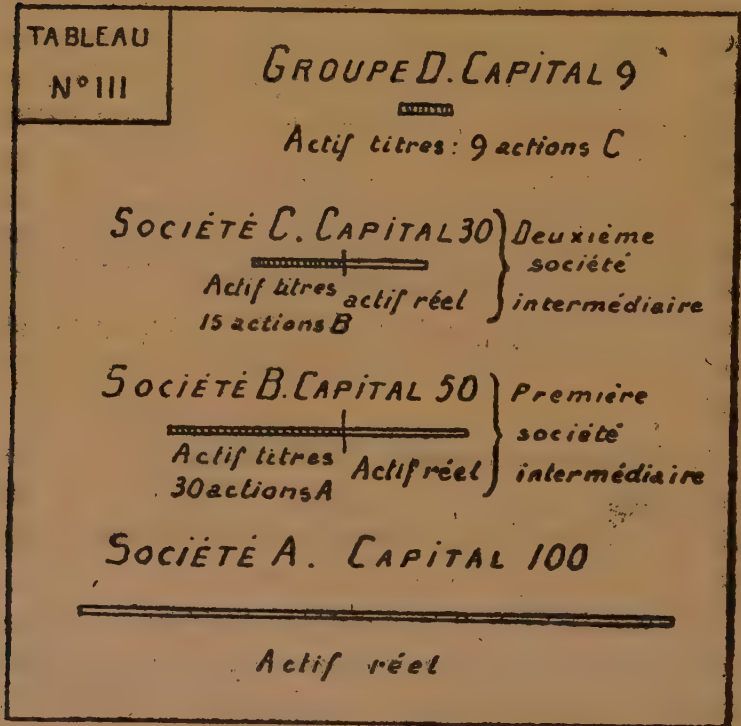
On a cité le cas typique (1) des tramways de New-York, dans l'organisation desquels ont été utilisés avec une ampleur particulière les procédés de contrôle par la création de sociétés de participation successives.

Par ailleurs, il se présente fréquemment en pratique des sociétés intermédiaires qui sont des sociétés de contrôle « impures » c'est-à-dire possédant, en dehors des titres de la société contrôlée, un actif qu'elles exploitent en propre. Dans ce cas l'interposition d'une telle société entre le groupe contrôlant et la société contrôlée n'entraîne que des conséquences moins appréciables en ce qui concerne la réduction des capitaux nécessaires au contrôle.

Il est vrai que l'on peut augmenter l'effet de ces sociétés

(1) Liefmann : *op. cit.*, p. 219 et suiv.

interposées en multipliant leur nombre, ce qui permet d'arriver ainsi à des réductions très importantes (tableau n° 3).



L'organisme intermédiaire servant à diminuer le montant des capitaux nécessaires au contrôle d'une entreprise peut d'ailleurs être constitué, non pas par une société unique, mais par plusieurs sociétés.

L'emploi de plusieurs sociétés est indispensable en particulier lorsque le groupe contrôlant ne dispose pas d'une

société suffisamment importante pour acquérir à elle seule le nombre de titres nécessaire pour dominer l'entreprise contrôlée.

La répartition des titres de l'entreprise contrôlée entre plusieurs sociétés intermédiaires répond parfois au désir de répartir entre des patrimoines différents les risques résultant du contrôle d'une entreprise importante. Cette préoccupation est surtout légitime lorsqu'il s'agit du contrôle d'une entreprise nouvelle. Tant que cette entreprise n'a pas obtenu de résultats effectifs, la possession de ses titres constitue en effet une charge, étant donné qu'ils ne procurent aucun revenu et qu'ils n'ont pas de marché assuré.

Si l'on envisage le rayon d'influence d'un groupe déterminé, on constate fréquemment que plusieurs sociétés intermédiaires sont utilisées pour le contrôle de plusieurs entreprises (tableau n° 4).

TABLEAU N° IV		GROUPE C. CAPITAL 16	
		actif titres } 5B-6B-5B"	
Soc.B.CAP ¹⁵		Soc.B'.CAP ²⁰	Soc.B".CAP ¹⁵
		actif titres } 4A, actif 4A', actif 4A" réel	
Soc.A.CAP ³⁰		Soc.A'.CAP ⁴⁰	Soc.A".CAP ³⁰
actif réel		actif réel	actif réel
Total 100			

Chaque société intermédiaire détient un certain nombre de titres de toutes les entreprises contrôlées. Le contrôle de chacune de ces entreprises est assuré grâce à la réunion des titres détenus par les sociétés intermédiaires.

Par exemple, les deux sociétés « Central Mining » et « Rand Mines » qui ont partie liée ensemble, détiennent les mêmes participations. Leurs portefeuilles ont été gérés dans des conditions identiques ; l'une et l'autre de ces sociétés ont cessé à la même époque de s'occuper exclusivement de mines d'or et l'on a vu apparaître, à ce moment, dans le portefeuille de chacune d'elles, des titres des nouvelles sociétés minières, industrielles et agricoles auxquelles leur direction commune avait décidé de s'intéresser.

Lorsqu'il s'agit d'un groupe financier important, le contrôle s'effectue par l'intermédiaire des nombreuses sociétés où s'exerce son influence. Ou bien ce sont des sociétés étroitement contrôlées par lui. Ou bien ce sont des sociétés dans lesquelles il travaille en collaboration avec des groupes amis : il peut alors compter de façon absolument certaine sur les titres qu'elles détiennent. Les dirigeants du groupe disposent d'autre part d'un appoint assuré de titres, soit par leurs participations personnelles, soit par celles de leurs relations d'affaires.

* *

d) Participation réciproque

La participation réciproque entre deux sociétés soumises à la même influence permet également de réduire considérablement les investissements de capitaux nécessaires à leur contrôle.

Supposons que deux entreprises A et B, comportant une exploitation effective et respectivement au capital de 50 et de 20, soient contrôlées l'une et l'autre par le même groupe. En admettant que le contrôle puisse être obtenu par la détention de titres s'élevant à 30 % du capital social, ce groupe devra engager 15 actions A et 6 actions B, soit un montant total de 21 (tableau n° 5).

TABLEAU N° V	GROUPE C CAPITAL 21	
	actif { 15 6 titres { actions A act. B	
	SOCIÉTÉ A. CAPITAL 50	
	SOC. B. CAPITAL 20	
	actif réel	
	actif réel	
	total 70	

Nous avons constaté plus haut que les frais du contrôle sont diminués par la participation de A à B ou inversement.

Si l'entreprise A détient le contrôle de B (soit 6 actions B), le groupe C exerce son contrôle sur les deux entreprises en détenant le contrôle de A (soit 15 actions A).

Si au contraire c'est l'entreprise B qui contrôle l'entreprise A (en détenant 15 actions A), le groupe C contrôlera l'ensemble des deux sociétés par la seule propriété de 6 actions B.

Mais admettons que le groupe C, possédant le contrôle des deux sociétés A et B par l'un des trois moyens ci-dessus indiqués, consacre une partie de l'actif de chacune des sociétés A et B à l'acquisition des actions de contrôle de l'autre ; la société A acquiert 6 actions B et la société B 15 actions A. Par suite de cette participation *réciproque*, on constate que le groupe obtient le contrôle *gratuit* des deux sociétés (tableau n° 6).

TABLEAU N° VI	GROUPE C CAPITAL ZÉRO			
		SOCIÉTÉ A. CAPITAL 50		Soc. B. CAP: 20
		Actif réel	Actif titres	Actif titres Actif réel
		6 act B.		15 act. A

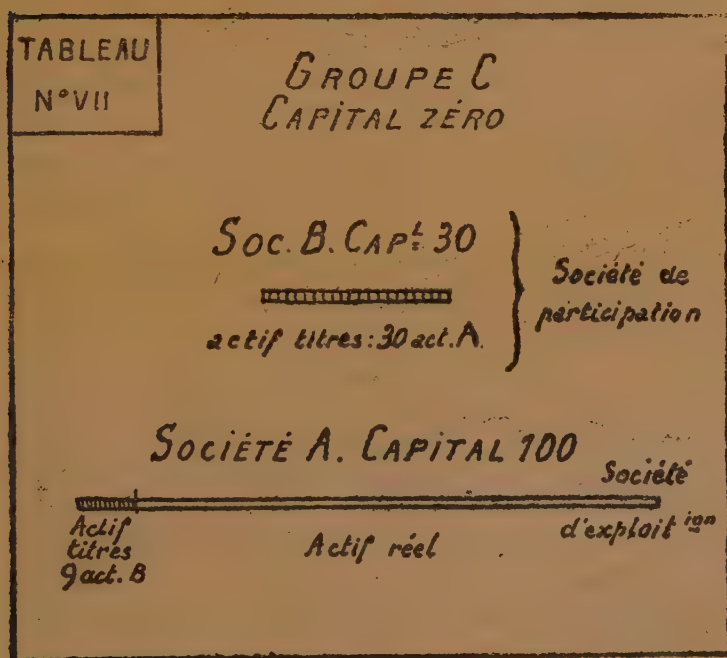
En effet le contrôle de chaque entreprise étant assuré par l'autre, le groupe qui possède en fait, à ce moment, une influence dirigeante au sein de chacune de ces sociétés peut

abandonner sans crainte toutes les actions A ou B qu'il détient personnellement. Sa situation prépondérante se trouve à l'abri de toute atteinte, du moment que chacune des sociétés qu'il dirige exerce le contrôle de l'autre société.

Cet état de choses apparaît de façon encore plus évidente si, au lieu d'exercer un contrôle relatif, chaque société détient la majorité absolue du capital de l'autre entreprise. Dans ce cas, l'influence que le groupe contrôlant exerce en fait sur les deux sociétés ne peut pas être battue en brèche, puisqu'aucun groupe rival n'a la possibilité d'acquérir un nombre suffisant d'actions pour contrôler l'une ou l'autre des deux sociétés.

Une telle participation réciproque peut intervenir entre deux sociétés d'exploitation. Mais il faut remarquer qu'elle oblige la plus petite des deux entreprises à employer une portion considérable de son actif à l'acquisition des actions de contrôle de l'entreprise la plus importante. La possession de ces titres l'entraîne donc à réduire son actif « réel » au profit de son actif « titres ».

Cette remarque conduit à faire intervenir la participation réciproque entre l'entreprise exploitante et la société de titres qui en détient le contrôle, c'est-à-dire entre la société contrôlante et la société contrôlée. Il est en effet dans le rôle normal de la société de contrôle d'avoir un actif uniquement composé de titres. Par ailleurs, étant donné que la société contrôlante a un capital plus réduit que la société exploitante, il est facile à cette dernière d'en acquérir le contrôle, sans avoir à distraire de sa destination régulière une part trop importante de son propre actif (tableau n° 7).



Les capitaux qui sont nécessaires à la société d'exploitation pour acquérir le contrôle de la société de titres peuvent d'ailleurs être réduits par les divers procédés que nous avons déjà signalés, en particulier par l'emploi d'actions à vote plural.

Une des plus anciennes sociétés de contrôle allemandes (1) la « Reis-und Handels A. G. » de Brême, fondée en 1901, fut menacée de passer sous l'influence étrangère en 1920, au moment de la débâcle monétaire allemande. Son capital était à cette époque de 15.000.000 marks, divisé en 15.000 actions de 1.000 marks. Elle procéda alors à une augmentation de capital de 800.000 mks, par la création de 800 actions de préférence, donnant droit à 20 voix par action. Ces actions furent attribuées à sa filiale la plus importante, la société « Gebr-Nielsen ». Celle-ci n'eut donc qu'à déboursier 800.000 mks pour s'assurer le contrôle d'un capital nominal de 15.000.000 mks et permettre aux dirigeants de la société de titres de conserver leur influence sur toutes les sociétés du groupement.

De toute façon, le procédé de la participation réciproque aboutit à un résultat paradoxal, puisque, poussé à l'extrême, il confère la gestion de deux affaires à un groupe qui n'y engage aucun capital. Cette situation présente pour ce groupe l'avantage de lui assurer la rémunération des postes de la Direction et du Conseil de ces sociétés. D'autre part, elle lui permet de diriger gratuitement l'activité de ces sociétés dans le sens le plus conforme aux intérêts qu'il peut posséder dans d'autres entreprises.

D'un autre côté, cet état de choses n'est pas pour les ac-

(1) Liefmann, *op. cit.*, page 264.

tionnaires une garantie de bonne gestion ; du moment que le groupe dirigeant n'est pas actionnaire, on ne peut aucunement être certain qu'il se préoccupera, avant tout, de l'intérêt des apporteurs de capitaux.

En pratique, il est rare que la participation réciproque soit poussée au point d'entraîner le contrôle gratuit. Néanmoins dans la mesure où elle est utilisée, elle réduit considérablement les capitaux engagés par le groupe contrôlant. On doit en outre remarquer qu'elle se prête à la réalisation d'une influence qui cherche à s'exercer discrètement, car elle est aisée à dissimuler. Il suffit en effet que la société de titres, dont les actions sont généralement entre les mains d'un public très restreint, ne donne pas le détail de son portefeuille. En admettant même que la société exploitante, dont les actions sont plus répandues, soit tenue de publier l'état de ses participations, seul le contrôle unilatéral de la société exploitante sur la société de titres apparaîtra ; le contrôle réciproque pourra rester caché.

* *

e) Utilisation des capitaux d'autrui

Grâce aux procédés que nous venons d'indiquer, il est parfois loisible à un groupe d'acquérir le contrôle d'une société tout en mettant en œuvre des capitaux peu considérables. Cette mise de fonds, si minime soit-elle, peut d'ailleurs être remplacée par des capitaux n'appartenant pas au groupe contrôlant, mais dont il a, en fait, la disposition.

Les dépôts d'une banque, les primes d'assurance versées à une Compagnie d'assurances, les capitaux provenant d'em-

prunts, peuvent en effet être utilisés, dans une certaine mesure, à l'acquisition de titres de contrôle. De tels fonds ne sauraient au contraire être employés à l'achat de l'actif « réel » d'une autre entreprise, car cette utilisation entraînerait de façon apparente leur immobilisation pour une longue période de temps. L'emploi de ces mêmes fonds en titres de la même entreprise revêt au contraire l'aspect d'une utilisation plus normale, surtout s'il s'agit de fonds confiés à une banque ou à une Compagnie d'assurances, car ces sociétés se consacrent, de par leur activité habituelle, à l'acquisition d'un portefeuille-titres.

D'autre part, le contrôle d'une entreprise peut de la sorte être acquis temporairement ; une fois atteints les buts que se proposaient les gérants des fonds à eux confiés, la participation est liquidée et les fonds sont remis à la disposition des ayants-droit. De telles opérations, rapidement nouées et dénouées, sont le propre du contrôle par l'intermédiaire des titres et ne sauraient être réalisées si ce contrôle résultait de la fusion complète des deux entreprises envisagées.

Cette utilisation de l'argent d'autrui n'est évidemment pas d'une correction absolue. Il importait néanmoins de signaler l'extrême souplesse de la participation. Par son intermédiaire, des financiers aventureux et peu scrupuleux peuvent engager des opérations d'apparence normale, qui en réalité sont destinées à leur procurer les avantages attachés au contrôle d'autres entreprises. Hâtons-nous de constater que de tels procédés sont le fait d'une organisation économique embryonnaire ou d'une époque de spéculation désordonnée. On en retrouve par exemple l'application aux Etats-Unis dans la période du développement chaotique de la prospérité économique.

f) Combinaison de ces procédés

C'est encore aux Etats-Unis qu'on a observé l'utilisation simultanée, dans une même branche d'industrie, de tous les procédés susceptibles d'entraîner une réduction du capital nécessaire au contrôle. Le développement des chemins de fer, de la métallurgie, de l'industrie pétrolière, etc... a en effet mis aux prises des financiers beaucoup plus que des techniciens. Quelle que fût l'activité envisagée, la concentration était souvent recherchée dans un but de spéculation, les considérations d'ordre purement économique ne venant qu'au second rang. Dans ces conditions, les procédés de contrôle par l'intermédiaire de sociétés de participation ont été utilisés avec une âpreté qu'accentuaient encore la mentalité particulière des américains et leur dédain pour toute considération morale ou sentimentale en matière d'affaires.

Des systèmes économiques entiers se sont trouvés de la sorte entre les mains de capitalistes qui n'avaient engagé que des fonds très peu importants dans la société de contrôle située au sommet de l'édifice des sociétés de participation (1).

De tels procédés ont également vu le jour en Allemagne à la faveur de la crise monétaire qui a suivi la guerre. Des combinaisons financières géantes, des « Konzern » englobant par contrôles successifs toute une série d'entreprises très diverses, furent dominés par quelques financiers détenant le contrôle de la « société-toit » (2). Mais de telles créations (3),

(1) Liefmann, op. cit., décrit le détail d'une telle organisation dans les chemins de fer du « Rock Island System ». La détention de 25 millions d'actions de la société située au point culminant de l'organisation permet de contrôler un capital global de 1.500 millions et des chemins de fer s'étendant sur 15.000 milles.

(2) En allemand : « Dachgesellschaft ».

(3) Par exemple, le Konzern Hugo Stinnes.

n'ayant pas de véritable raison d'être au point de vue économique, n'ont généralement pas survécu à la disparition de l'homme qui les avait conçues et des circonstances exceptionnelles qui en avaient permis la réalisation.

*
* *

2° LA PARTICIPATION-CONTROLE LIMITE LES RISQUES A L'APPORT DE CAPITAUX

Lorsqu'une société absorbe une autre entreprise, les services qui constituaient l'activité de cette entreprise forment désormais partie intégrante de la société absorbante. La fusion amène en effet une complète interdépendance de tous les organismes des deux sociétés. Dès lors, si l'organisation de l'entreprise absorbée était défectueuse, la société absorbante est généralement amenée, de façon inéluctable, à consentir les sacrifices financiers nécessaires pour obtenir un rendement satisfaisant. Il lui est très difficile de limiter son intervention, du moment qu'aucune séparation n'est plus possible entre les deux entreprises primitives.

Au contraire, si une société s'assure par la détention de titres le contrôle d'une entreprise, cette dernière conserve son indépendance financière et doit, en théorie tout au moins, pouvoir s'organiser par ses propres moyens en vue d'un résultat bénéficiaire. Si l'entreprise contrôlée éprouve des déboires, la société contrôlante n'est pas tenue de venir à son secours. Celle-ci connaît en effet les répercussions maxima que peut entraîner sur son propre actif l'insuccès de l'entreprise contrôlée : elle risque tout au plus de perdre l'argent engagé pour l'achat des titres. Elle peut estimer préférable

de subir cette perte, plutôt que de s'engager dans un effort financier dont les limites sont difficiles à apprécier. Dans le cas le plus défavorable, la faillite de la société filiale n'entraînera pas de conséquences désastreuses sur l'activité de la société-mère, du moment que les deux entreprises ont chacune leur organisation juridiquement distincte. En particulier, si la filiale a contracté des engagements exagérés, la maison-mère n'en sera pas responsable : ils ne grèveront pas son actif.

Il faut toutefois reconnaître qu'en fait l'indépendance des deux sociétés est plus apparente que réelle. Ainsi que nous l'avons déjà souligné, la participation contrôle impose des obligations à la société contrôlante. Dans son propre intérêt, la société contrôlante est le plus souvent tenue de soutenir sa filiale en mauvaise posture, soit en lui consentant des avances, soit en souscrivant à une augmentation de son capital. Elle engage donc dans la filiale des capitaux plus importants que ceux qu'elle avait engagés au début ; son risque n'est pas nécessairement limité au risque originaire.

En définitive, la participation-contrôle conserve cependant à cet égard deux avantages sur la fusion.

Tout d'abord, la société contrôlante, connaissant exactement l'intérêt qu'elle a au bon fonctionnement de sa filiale, mesure plus aisément l'utilité des sacrifices financiers qu'elle peut être appelée à faire au profit de cette dernière.

En outre la défaillance d'une filiale a en général, pour la société-mère, des conséquences moins graves que la mauvaise gestion d'un de ses propres services.

III. ORGANISATION LEGISLATIVE

L'entreprise unique se heurte parfois, dès qu'elle atteint un certain degré de développement, à des obstacles d'ordre législatif. La participation-contrôle, qui laisse subsister la fiction juridique de deux personnalités distinctes, permet le plus souvent de tourner ces obstacles.

* *

1°. — *Législation nationale*

*

La législation anglo-saxonne, de tendance individualiste et de tradition libre-échangiste, a toujours combattu rigoureusement les divers procédés par lesquels on s'est proposé de restreindre la concurrence et d'établir des monopoles. Le développement de la législation des Etats-Unis contre les trusts est sur ce point particulièrement net et met en valeur le rôle joué par la société de contrôle.

Le mot « trust » a désigné originairement le rapport de droit qui intervient entre deux personnes lorsque l'une d'elles transfère à la seconde l'administration d'un bien dont elle conserve la propriété. Ce concept, analogue au dépôt fidéicommissaire du droit français, a été utilisé dès 1880 pour réaliser une concentration projetée entre différentes entreprises d'une même branche économique. Les sociétés adhérentes confèrent leurs actions à un « trustee » délivrant des certificats de « trust » et utilisant le droit d'administration afférent à ces actions dans l'intérêt commun des entreprises en cause. L'expression « trust » désigna alors l'orga-

nisation centralisée obtenue par ce procédé, puis, de façon plus générale, toute combinaison à tendance monopolisatrice.

Des dispositions législatives ayant été édictées contre les trusts, la société de contrôle fut utilisée dans les cas où la fusion ne paraissait pas désirable. Les dirigeants des trusts fondèrent des « Holding Companies » qui, au lieu d'être de simples dépositaires des actions des sociétés groupées, en devinrent les propriétaires. L'existence d'une société juridiquement distincte des sociétés filiales permettait d'éviter dans une certaine mesure les prescriptions légales édictées contre les trusts.

La création de ces sociétés de contrôle se heurta d'ailleurs à de nombreuses difficultés. La législation de la plupart des Etats de l'Union soumettait à l'assentiment du pouvoir législatif la création de toute société destinée uniquement à détenir des titres d'autres sociétés.

Pourtant, en 1893, une loi générale de l'Etat de New-Jersey décida que l'on pouvait fonder de telles sociétés sous les seules conditions suivantes : avoir un bureau dans l'Etat de New-Jersey, apposer à l'entrée de ce bureau une pancarte avec le nom de la société, publier un rapport annuel.

D'autre part, d'après les lois fédérales, toute société régulièrement constituée dans un Etat de l'Union peut s'établir sur tout le territoire de l'Union.

D'innombrables sociétés de contrôle se firent aussitôt enregistrer dans l'Etat de New-Jersey, où elles ne possédaient qu'une simple façade ; elles purent ensuite réaliser leur programme sur tout le territoire des Etats-Unis.

Le développement considérable de la « Holding Cy », dont le principe fut adopté par les plus grandes combinai-

sons monopolisatrices, attira à nouveau l'attention des législateurs et des juges sur les dangers de cette forme d'organisation.

La Cour Suprême des Etats-Unis ordonna en 1911 la dissolution de la « Standard Oil Company », société de contrôle très ancienne constituée originairement sous forme de « trust », puis transformée en « Holding Company » et détenant les titres de 33 entreprises de pétrole. L'arrêt de la Cour, basé sur la loi de 1890 contre les trusts (Sherman Act), déclarait d'ailleurs que ce texte s'opposait seulement aux « restrictions déraisonnables apportées au commerce » (1). Il ne condamnait donc pas à proprement parler la société de contrôle, mais seulement son utilisation en tant qu'instrument de monopolisation.

D'ailleurs, la « Standard Oil » se borna à effectuer l'échange de ses propres actions contre celles des 33 compagnies affiliées. Le faisceau d'intérêts formé par ces entreprises n'en continua pas moins à subsister et à prospérer.

La « Holding Company » restait donc en pratique, sauf quelques cas exceptionnels, à l'abri des mesures législatives dirigées contre la concentration.

Une loi fédérale du 15 Octobre 1914, le « Clayton Act », vint cependant déterminer de façon plus précise « l'illégalité de certains procédés appliqués à la restriction de la concurrence ». Parmi les procédés ainsi condamnés figurait « l'achat par une société d'actions d'une autre société qui lui fait concurrence ou la fusion de sociétés rivales au moyen de l'achat de leurs actions par une autre société ».

(1) « Unreasonable restraint in trade ».

La « Holding Company » était nettement visée et le Gouvernement paraissait décidé à lutter contre elle.

Mais d'une part la souplesse de la participation-contrôle permet aisément, par l'institution de personnes interposées, de faire disparaître le caractère trop apparent de la concentration résultant de la « Holding Company ».

D'autre part, les juges, qui aux Etats-Unis apprécient la légalité de la loi, n'acceptèrent pas de suivre le Gouvernement dans les poursuites qu'il engagea en 1920 contre le trust de l'acier. La Cour Suprême fit ressortir le but politique de ces poursuites et refusa de prononcer la dissolution de l'« United States Steel Corporation », qui constitue cependant la plus importante société de contrôle du monde entier.

En définitive, malgré toutes les tentatives, la « Holding Cy » reste encore aux Etats-Unis l'organisme légal de toutes les grandes organisations monopolisatrices qui, pour des raisons diverses, n'envisagent pas la fusion complète des entreprises contrôlées.

*

En dehors de dispositions générales hostiles à la concentration, il existe parfois dans la législation d'une nation des textes qui prohibent dans des hypothèses particulières la fusion des entreprises d'une activité économique déterminée. La société de contrôle permet néanmoins de maintenir entre ces entreprises des liens qui, du point de vue économique, peuvent être indispensables.

L'« Omnium Lyonnais de chemins de fer et tramways » rappelle dans son Rapport de 1905 que « la législation ac-

tuelle interdit la réunion, dans une même main, de plusieurs concessions de tramways et exige la formation d'une société anonyme distincte pour chacune d'elles ». Les sociétés locales de tramways dont cet omnium possède les titres conservent l'individualité juridique exigée par la loi, tout en bénéficiant des services techniques que l'omnium a créés dans leur intérêt commun.

Certaines législations exigent par ailleurs des conditions particulières pour les Assemblées d'actionnaires appelées à se prononcer sur les cas de dissolution ou de fusion d'une société.

D'après la loi française, de telles décisions ne peuvent être prises qu'à la majorité des deux tiers des actionnaires présents ou représentés. D'autre part, la validité de l'Assemblée est subordonnée à l'existence de « quorum » spéciaux, qu'il est parfois difficile de réunir. Il existe même des cas où ces décisions exigent le consentement de l'unanimité des actionnaires.

D'après la loi allemande, la dissolution anticipée d'une société ou sa fusion avec une autre société ne peuvent être réalisées qu'avec le consentement des trois quarts des actionnaires.

On conçoit donc que, dans certains cas, il soit impossible de grouper un nombre de titres suffisamment important pour provoquer, dans les conditions fixées par la loi, la fusion juridique de deux sociétés. Mais la participation-contrôle permet de tourner cet obstacle, car elle s'exerce avec un nombre de titres beaucoup plus réduit. Si l'une des deux sociétés détient le nombre de titres suffisant pour contrôler l'autre entreprise, les deux sociétés seront en fait, et comme au cas de fusion, réunies sous la même direction.

* *

2° *Législations étrangères*

Une application particulièrement fréquente de la participation-contrôle intervient lorsqu'il s'agit d'une société qui exerce son activité dans un pays différent de celui de son siège social. Toute législation favorise en effet les entreprises nationales au détriment des entreprises étrangères. Or pour qu'une entreprise puisse prétendre dans un pays à la qualification de société nationale, il suffit souvent qu'elle soit reçue selon ses lois qu'elle y possède son siège social et un centre effectif d'activité. Peu importe la nationalité des actionnaires.

Une société établie dans un pays étranger fondera donc dans ce pays une société particulière, indépendante en apparence, mais dont elle détiendra le contrôle effectif par la possession de ses titres.

L'institution d'une société nationale est parfois exigée par certaines législations pour des activités déterminées.

La loi polonaise exige par exemple que les terrains qui font l'objet d'exploitations de pétrole soient possédés par des sociétés de nationalité polonaise. Les sociétés françaises qui s'intéressent à cette industrie ont donc pris la forme de sociétés de participation, détenant les titres des sociétés polonaises propriétaires des terrains.

Le Conseil d'administration de la « Société Franco-polonaise des Pétroles » rappelle en ces termes cette particularité :

« Les terrains L... dont l'acquisition a été le premier objet de votre Cie, ont été, comme vous le savez, en raison des exigences de la loi polonaise, enregistrés au nom d'une

« filiale à responsabilité limitée, la Cie Franco-polonaise de
« Lwow, dont vous possédez les parts. C'est par elle que sont
« gérées et mises en valeur vos concessions minières ».

(Assemblée du 7 Juillet 1926)

Dans d'autres cas, c'est pour échapper aux droits de douane protecteurs qui gênent l'importation de leurs marchandises, que des entreprises industrielles créent, dans chaque pays, des centres de production groupés sous le voile d'une société nationale. Bien entendu les titres de ces filiales sont dans le portefeuille de la société-mère.

*
**

IV. CONSIDERATION D'ORDRE PSYCHOLOGIQUE

Des considérations d'ordre psychologique interviennent également lorsqu'il s'agit de choisir entre la participation-contrôle et la fusion. Elles concernent soit le personnel des sociétés en cause, soit leur clientèle.

* *

1° Questions de personnes

Tant que les deux sociétés conservent leur existence juridique, chacune d'elles garde son état-major distinct : il subsiste deux Conseils d'Administration et deux Directions Générales.

Au contraire, après la fusion, un seul Conseil d'Administration et une seule Direction Générale assureront la gestion des deux actifs fusionnés. Aussi est-il fréquent que des projets de fusion rencontrent l'hostilité de certains dirigeants.

qui craignent de se voir sacrifiés. Des questions de personnes, de préséance entrent en jeu, surtout lorsque les projets portent sur deux sociétés d'importance analogue. Quel sera le Président du Conseil de la nouvelle société ?

On s'efforce généralement d'éviter par des mesures transitoires les froissements d'amour-propre et de ménager à chaque personnalité une situation équivalente dans la nouvelle organisation. Le nouveau Conseil comprend les membres des deux Conseils primitifs ; les emplois de direction sont dédoublés ; les postes ainsi créés en surnombre ne seront supprimés qu'au fur et à mesure de la disparition de leurs titulaires.

Néanmoins, les projets de fusion et d'absorption se heurtent souvent à des obstacles de cet ordre ; les intrigues et les compétitions qu'ils font naître ne sont pas connues du public ; mais les difficultés qu'elles soulèvent sont fréquemment difficiles à écarter, car elles concernent des personnes influentes qu'il importe de ménager ou même de s'attacher, si l'on tient à faire aboutir dans les meilleures conditions possibles la fusion envisagée.

La participation-contrôle ne provoque pas de soucis de ce genre. Lorsqu'elle est effectuée par une société spéciale de contrôle, elle s'accompagne même de la création de nouveaux postes qui sont distribués entre les administrateurs et directeurs des deux entreprises contrôlées (1).

(1) Il faut toutefois reconnaître que si la participation-contrôle présente à cet égard un avantage, celui-ci est compensé par l'augmentation de charges occasionnée par la rémunération de nombreux postes largement payés. Au contraire, les entreprises qui ont réalisé une fusion complète font ressortir les économies importantes résultant de la réduction du nombre des employés supérieurs.

* *

2° *Clientèle*

Si les questions de personnes doivent être examinées attentivement, il importe également de tenir compte des dispositions et des habitudes de la clientèle.

*

C'est ainsi que le particularisme régional des habitants d'une contrée les conduit parfois à préférer une petite société d'origine régionale à la succursale d'un établissement beaucoup plus important. Dans une entreprise locale, les clients traitent en effet avec des personnes qu'ils connaissent, qui savent leur témoigner les égards dûs à leur situation locale et qui sont depuis longtemps accoutumées à leur façon de travailler. Au contraire, dans une entreprise de plus grande envergure, des fonctionnaires fréquemment déplacés imposent des méthodes administratives uniformes, auxquelles ils ne peuvent apporter ni les dérogations que se permet un chef d'entreprise, ni les adoucissements qu'autorise une connaissance personnelle et prolongée de la clientèle.

Ces considérations amènent souvent des groupes importants à respecter avec soin l'organisation particulière d'entreprises locales passées sous leur influence ; la participation-contrôle est à cet égard bien préférable à la fusion.

On cite même le cas (1) de la « Deutsche Bank » qui avait absorbé la banque locale « Elberfelder Bankverein » et qui, pour répondre aux vœux de personnalités locales, a jugé utile de réorganiser cette banque en 1920 sous forme d'une société autonome, dont elle détient, bien entendu, la majorité des actions.

(1) Liefmann, op. cit., p. 66.

*

La participation-contrôle permet également de respecter l'organisation indépendante de deux entreprises qui ont une activité analogue mais qui ne s'adressent pas à la même clientèle. Le « Bon Marché » détient, soit par lui-même, soit par ses actionnaires, la majorité des actions du « Palais de la Nouveauté ». Une fusion de ces deux grands magasins ne permettrait pas de maintenir la différence très nette qui existe entre leurs clients, leur personnel, leurs prix, la présentation et la qualité de leurs marchandises. La participation-contrôle sauvegarde les goûts particuliers de chaque catégorie d'acheteurs.

*

Le particularisme local devient, lorsqu'il est envisagé pour l'ensemble d'un pays, un particularisme national. Les nationaux d'un pays ont tendance à préférer instinctivement un fournisseur national ; dans les pays où ces sentiments sont poussés jusqu'au chauvinisme, les entreprises étrangères sont boycottées. De toute façon, la société qui est installée dans un pays étranger fera acte de bonne politique en fondant une société d'apparence nationale. Une façade, un nom (1) suffiront généralement à persuader le public qu'il se trouve en présence d'une entreprise entièrement composée d'éléments et de capitaux nationaux.

(1) On peut remarquer que les sociétés d'origine étrangère prennent soin de faire apparaître, dans la raison sociale de leurs filiales, la nationalité dont elles cherchent à se prévaloir : « Société Française Kodak » — « Compagnie Française des Procédés Thomson-Houston » — « Sociedad Iberica del Nitrogeno (filiale de l'Air Liquide) ». Une telle façon de procéder présente le double avantage de flatter les sentiments du public de chaque nation et de désigner, aux yeux de la maison-mère, chaque filiale par sa zone d'activité.

Les nombreuses filiales étrangères fondées par les banques françaises ont toujours été créées sous forme d'un organisme particulier à chacun des pays où s'exerce leur activité. La banque, qui doit prendre toutes les précautions pour soigner son crédit, ne saurait en effet négliger l'attrait que constitue pour la clientèle un nom local honorablement connu.

La création d'une filiale nationale permet d'autre part d'entretenir de meilleures relations avec l'administration de ce pays.

Une société française, la « Société anonyme d'explosifs et produits chimiques », a ainsi apporté récemment ses usines en Italie à une société fondée sous la législation italienne avec la participation de groupes italiens ; elle a toutefois conservé la majorité des titres de la nouvelle société.

« Nous savons, indique le Conseil, que cette transformation a été bien appréciée par les autorités italiennes et nous sommes persuadés que la « Società Anonima di Esplosivi e di Prodotti Chimici » pourra, avec les larges moyens dont elle dispose, étendre le champ de son activité en Italie ».

*
* *

V. QUESTIONS FISCALES

En matière fiscale, la participation-contrôle et la fusion présentent l'une et l'autre des avantages et des inconvénients.

* *

1° *Avantages de la participation-contrôle*

* *

a) En faveur de la participation, on peut faire valoir

qu'elle évite les frais souvent considérables entraînés par la fusion de deux actifs sociaux.

La législation fiscale française était, jusqu'à ces derniers temps, particulièrement défavorable aux fusions de sociétés. La fusion, n'étant pas explicitement prévue par la loi, était taxée d'après les textes généraux en vigueur sur les sociétés et sur les mutations, sans qu'aucune exception, ni exemption, ni aucun délai pour la liquidation fussent admis (1). Par suite le fisc prélevait les droits suivants :

1° Droit d'apport sur l'actif net de la société absorbée, quand la fusion avait lieu par voie d'absorption par une société préexistante, ou sur l'actif net des sociétés fusionnées quand la fusion se faisait par voie d'apport à une société nouvelle. Le taux de l'impôt était de 1,20 % quand les sociétés fusionnées existaient avant le 13 Juillet 1925 et quand la durée de la société provenant de la fusion ne dépassait pas la durée de la société fusionnée dont le terme était le plus rapproché ; il était de 3 % dans le cas contraire ;

2° Droit de transcription de 2,42 % quand les apports comprenaient des immeubles, outre la taxe de 0,48 % perçue au moment de la transcription à la conservation des hypothèques ;

3° Droit de mutation, variable d'après la valeur des biens transmis, et, le cas échéant, taxe de 7 % sur la première mutation, sur le montant du passif dont les apports étaient grevés, quand ce passif était pris en charge par la société provenant de la fusion ; dans cette hypothèse, il y avait,

(1) Paul Maquenne. « La rationalisation et la concentration des industries devant la loi et le fisc ». « La Réforme économique », 5 mai 1927, p. 17.

en effet, jusqu'à concurrence du passif, mutation à titre onéreux des biens apportés ;

Impôt sur le revenu des valeurs mobilières à 18 % et, s'il y a lieu, impôt général sur le revenu, sur le montant des actions, obligations ou parts de fondateurs nouvelles distribuées aux actionnaires ou porteurs de parts anciens pour représenter l'excédent de valeur des apports faits à la société provenant de la fusion sur les apports originaires aux sociétés fusionnées.

Le taux exorbitant de ces taxes empêchait de nombreux regroupements industriels. Car les avantages économiques pouvant résulter d'une fusion entre deux entreprises étaient fréquemment insuffisants pour couvrir les charges fiscales de cette concentration. On a cité le cas de fusions qui auraient entraîné la perception d'un impôt représentant l'actif tout entier de la société absorbée.

La « Société des Usines du Rhône », au capital de 27 millions et les « Etablissements Poulenc », au capital de 60 millions avaient projeté depuis plusieurs années de réunir leurs exploitations. Mais ainsi que le constatait le rapport des « Etablissements Poulenc » en Octobre 1927 :

« Au cours de leur étude de la question, les directions
« des deux Compagnies ont dû reconnaître que sous l'empire
« de la législation fiscale actuelle, les charges supportées de
« son chef par des sociétés fusionnantes d'une part et par
« leurs actionnaires d'autre part, étaient si lourdes qu'elles
« interdisaient pratiquement de réaliser des opérations de la
« nature de celle qui était envisagée ».

Il résultait en effet des calculs effectués que le fisc aurait réclamé, à l'occasion de la fusion, une somme de 21 millions.

Une telle situation était éminemment contraire aux intérêts de notre économie nationale, au moment même où, dans toutes les industries étrangères, on constatait un vif mouvement de concentration.

Elle était d'autre part préjudiciable aux intérêts du Trésor qui se voyait privé, du fait de l'exagération des impôts en vigueur, de ressources sur lesquelles il aurait pu normalement compter.

*

Il était donc inévitable que notre législation fût amendée sur ce point. L'exemple avait d'ailleurs été donné par les législations étrangères. Celles-ci s'étaient rendu compte depuis plusieurs années du danger qu'il y avait à empêcher, par une fiscalité exagérée, les fusions rendues parfois indispensables par l'évolution économique.

L'exemple de l'Allemagne est particulièrement instructif à cet égard (1). Dès que ce pays eut résolu les questions d'assainissement financier et d'équilibre budgétaire qui furent la conséquence de la guerre, il s'occupa de diminuer les taxes frappant les fusions de sociétés, afin de permettre les grandes concentrations que la doctrine de la « rationalisation » et les nécessités de la concurrence provoquaient dans la plupart des industries. On a pu dire, à la suite de ces atténuations d'impôts, que :

« Désormais l'opération de la fusion de sociétés ne se heurte plus à aucun empêchement fiscal. Au contraire, elle est largement favorisée puisqu'il est devenu plus avan-

(1) Voir article précité de P. Maquenne, p. 19 seq.

« tageux pour une société en difficultés, eu égard aux droits
« de mutation, d' « apporter » ses immeubles à une autre
« société que de les vendre purement et simplement » (1).

Tout récemment, le législateur français est entré lui aussi dans la voie de la modération des impôts en matière de fusions de sociétés ; un article a été inséré à cet effet dans la dernière loi de finances. Ce texte, l'article 25 de la loi du 19 Mars 1928 (J. O. 20), comporte les dispositions suivantes :

1° Le droit d'apport est réduit à la moitié du tarif en vigueur ; le nouveau tarif est donc de 0,60 % ou de 1,50 % selon les cas.

2° Les apports immobiliers sont exemptés du droit et de la taxe de transcription ; les apports grevés de passif sont dispensés du droit de mutation, bien qu'ils réalisent de véritables mutations. De toute façon, la taxe de 7 % sur la première mutation reste le cas échéant exigible.

3° Le paiement de l'impôt de 18 % sur le revenu ainsi que de l'impôt général sur le revenu, pour les plus-value résultant de l'attribution gratuite d'actions, de parts bénéficiaires ou d'obligations, est suspendu jusqu'à la dissolution de la société, c'est-à-dire jusqu'à l'époque à laquelle les porteurs seront appelés à réaliser le bénéfice provenant de la répartition gratuite des nouveaux titres.

De telles dispositions constituent un notable progrès sur la législation antérieure et paraissent susceptibles de faciliter les fusions entre sociétés. On doit cependant souligner que leur application est restreinte aux sociétés françaises par actions existant à la date du 20 Mars 1928. D'autre part, les

(1) Maguenne, loc. cit.

mesures de faveur qu'elles prévoient n'ont qu'un caractère temporaire : le bénéfice de ces atténuations d'impôt est en effet subordonné à la condition que l'acte constatant la fusion ou l'absorption définitive soit enregistré avant le 20 Mars 1931.

*

Quels que soient les adoucissements apportés au régime fiscal des fusions, il faut toutefois retenir qu'en règle générale cette procédure est, à cet égard, plus onéreuse que la participation-contrôle.

* *

b) A un autre point de vue, la participation permet d'éviter les taxes supplémentaires qui frappent dans la plupart des pays les sociétés étrangères. Il suffit en effet le plus souvent, pour échapper à ces surtaxes, d'apporter l'exploitation située en territoire étranger à une société formée suivant le droit local et qui sera considérée comme une société nationale.

Il faut toutefois noter que certaines législations deviennent de plus en plus exigeantes lorsqu'il s'agit de déterminer la nationalité d'une société.

La société française l' « Union Espagnole de Produits Chimiques » détenait jusqu'en 1924 un portefeuille composé des titres de filiales exerçant leur activité en Espagne. Par suite de difficultés d'ordre divers, elle a été amenée à liquider ses participations ; l'une de ces difficultés était précisément constituée par les rigueurs de la loi fiscale espagnole à l'égard de ses filiales :

« Les sociétés étrangères travaillant en Espagne y sont de plus en plus sévèrement taxées et les charges fiscales qui

« les grèvent se superposent lourdement à celles acquittées
« en France par notre Siège Social. Le seul moyen de rendre
« supportables ces inconvénients d'ordre fiscal eut été de
« transformer notre société française en société espagnole ;
« cette solution ne pouvait être efficace que si *la plupart des*
« *actionnaires* avaient eux-mêmes *résidé* en Espagne, ce qui
« n'est pas le cas... Aussi ne pouvions-nous pas nous y
« arrêter ».

L'aggravation des charges fiscales à l'égard des sociétés étrangères risque cependant de provoquer des mesures de représailles de la part des nations intéressées. Afin d'éviter ces complications qui, en définitive, portent tort à l'activité des deux nations en cause, des conventions diplomatiques interviennent parfois pour organiser l'égalité des sociétés nationales et des sociétés étrangères au point de vue fiscal.

La France a en particulier conclu un certain nombre de conventions établies sur ces bases. Elle y a tout intérêt étant donné que sa législation fiscale a toujours affirmé le principe d'équivalence entre les sociétés françaises et les sociétés étrangères. Ces conventions renferment une clause très générale ainsi rédigée :

« Les sociétés de toute nature, civiles, commerciales, industrielles, financières et d'assurances, constituées suivant les lois de l'un des deux pays, ne seront pas assujetties, sur le territoire de l'autre, à des droits, taxes, impôts généraux ou locaux, sous quelque dénomination que ce soit, autres ou plus élevés que ceux qui sont ou seront perçus sur les sociétés du pays ».

(Art. I de l' « Arrangement sur le régime fiscal des sociétés » conclu entre la France et l'Espagne ; décret du 31 Août 1926, J. O. du 12 Septembre 1926).

Il est bien évident que si les relations de deux pays sont réglées par une telle convention, il n'existe aucune raison, au point de vue fiscal, pour préférer une filiale étrangère à une simple succursale.

* *

2° Avantages de la fusion

En faveur de la fusion, il y a par contre lieu de faire remarquer qu'elle n'est pas, comme la participation, l'occasion d'une double perception de plusieurs taxes fiscales.

* *

a) Nous avons indiqué ci-dessus (1) comment une double imposition en matière d'impôt sur le revenu des capitaux mobiliers apparaît dans la législation française dès qu'une société par actions détient des titres d'une autre société par actions. Lorsqu'une société est propriétaire de titres d'une entreprise qu'elle contrôle, les dividendes distribués par cette entreprise sont frappés une première fois dans son propre patrimoine et une deuxième fois dans celui de la société contrôlante. Au contraire, l'entreprise unique ne donne lieu qu'à une seule taxation des dividendes à l'impôt sur le revenu des capitaux mobiliers.

Toutefois, il faut noter que la réunion de deux entreprises sous une direction unique par le moyen de la participation-contrôle doit, dans l'esprit de ceux qui la préconisent, procurer une amélioration du rendement des deux entreprises ;

(1) Voir page 59 et suivantes.

ils espèrent que les bénéfices de l'organisme unifié permettront, par suite de la concentration, la distribution d'un dividende supérieur à la somme des dividendes distribués par chacune des entreprises primitives.

Si l'impôt sur le revenu des capitaux mobiliers était organisé dans un sens progressif, on pourrait concevoir que la distribution d'un dividende supplémentaire motive un prélèvement fiscal proportionnellement plus élevé et qui pourrait être effectué sous la forme d'une double imposition. Mais l'impôt cédulaire français est strictement proportionnel, ce qui écarte toute justification théorique de la superposition d'impôts.

Il est vrai que les détenteurs des titres de la société contrôlante peuvent, en fait, se trouver disposés à abandonner au fisc, sous forme de double taxation, une partie du superdividende qui sera pour eux la conséquence de l'achat des titres de la société contrôlée.

Quoiqu'il en soit, cette double imposition reste illogique et contraire aux nécessités économiques, dans la mesure où elle tend à absorber l'amélioration de rendement résultant d'une organisation plus perfectionnée de la production.

D'un autre côté, on doit remarquer que cette double imposition sera évitée, en matière de sociétés de contrôle, plus fréquemment qu'en matière de sociétés de placement. Bien que l'exonération prévue par la loi française soit subordonnée à des conditions très strictes, celles-ci sont susceptibles de se présenter dans les relations existant entre société contrôlante et société contrôlée. En effet, une société de placement se procure le plus souvent ses participations par voie d'achats en Bourse, ce qui ne lui donne droit à aucune exo-

nération. Au contraire lorsqu'une société s'efforce d'acquérir le contrôle d'une autre entreprise, elle effectue fréquemment auprès de cette entreprise des versements ou des apports qui sont rémunérés par des titres de l'entreprise contrôlée. L'application de l'article 27 de la loi du 31 Juillet 1920 peut donc être envisagée.

En particulier, lorsqu'une société apporte une partie de son actif à une filiale qu'elle crée, elle reçoit en représentation des actions d'apport. De même quand une société souscrit à l'augmentation de capital d'une autre société afin d'en acquérir le contrôle, elle reçoit des actions de cette société. Si dans ces cas les autres conditions prévues par la loi (nature et nationalité des sociétés, forme nominative des titres reçus) sont réunies, les dividendes distribués par la société de contrôle sont exonérés de l'impôt jusqu'à concurrence des dividendes encaissés sur les titres de la société contrôlée.

Les sociétés de contrôle qui, depuis la loi de 1920, reçoivent des titres de sociétés contrôlées, peuvent donc prendre les précautions nécessaires pour que les conditions d'exonération soient réunies ; en particulier il leur est loisible de se faire attribuer des titres nominatifs et de les conserver sous cette forme.

Par contre les sociétés qui avant la loi détenaient des titres d'autres sociétés et qui ne pouvaient pas, bien entendu, prévoir ces conditions spéciales d'exonération, se trouvent actuellement dans l'impossibilité d'éviter une double taxation au titre de l'impôt sur le revenu des capitaux mobiliers.

Certaines sociétés de portefeuille, ne bénéficiant pas de la loi de 1920, ont fait ressortir à quel point le double prélèvement d'impôts résultant de l'existence de deux entre-

prises distinctes porte atteinte au bon fonctionnement des sociétés de contrôle. L'une d'entre elles, l'« Omnium d'Algérie-Tunisie », a même envisagé pour cette raison de réduire considérablement ses participations dans ses filiales.

« Le problème fiscal est plus préoccupant.

« Les Sociétés de portefeuille « Omnium » sont, vous le savez déjà, plus fortement touchées par l'impôt que les exploitations directes puisqu'elles reçoivent leurs bénéfices en dividendes de sociétés ayant déjà payé la taxe pour leur propre compte sur les bénéfices industriels, sur la transmission et le timbre des titres et sur le revenu des valeurs mobilières et que, de cette manière, la rémunération des entreprises industrielles qui sont en finale votre véritable propriété est — sous les réserves tout à fait insuffisantes de la loi du 31 Juillet 1920 — amputée deux fois de suite.

« Dans quelles proportions ? Les chiffres que voici vous le diront : en outre des impôts perçus sur vos filiales, les taxes sur les bénéfices industriels, sur transmission et le timbre des titres et sur le revenu des valeurs mobilières se sont élevées pour ce qui concerne l'Omnium en 1919-1920 à 395.000 francs pour un dividende brut de 675.000 francs et en 1920-21 à 714.000 francs pour un dividende de 1.500.000 francs.

« Une telle situation pose, non seulement pour notre société, mais pour tous les omniums, la question de l'existence. Il n'est nullement indifférent d'ailleurs à l'économie nationale que de telles entreprises continuent ou non d'apporter aux multiples et parfois fragiles industries qu'elles ont créées et soutenues, le concours de leur capacité professionnelle, de leurs méthodes de gestion et de leur puis-

« sance financière ; et les meilleurs esprits sont d'accord
« pour considérer que la condamnation fiscale de tels ins-
« truments serait, de la part des Pouvoirs Publics, une lour-
« de faute.

« En attendant qu'il y ait été paré, l'existence d'un om-
« nium de valeurs industrielles apparaît, si vous nous per-
« mettez de le dire, comme tout à fait inconfortable.

« Supportables pendant la période de préparation et de
« premier développement des filiales, dont les besoins sont
« pressants et les bénéfices modestes ou incertains, de telles
« surcharges apparaissent comme beaucoup trop onéreuses
« lorsque ces filiales sont adultes et approchent de leur plein
« rendement.

« Il semble indiqué, dans de telles conditions, de leur
« rendre l'autonomie en y réduisant la participation de
« l'Ominium à un intérêt mesuré qui assurera, parallèlement
« à l'activité de vos représentants, le maintien de contrats,
« intimes et anciens, et les facultés d'appui éventuel, aux-
« quelles il n'est pas dit que vos filiales n'aient plus jamais
« l'occasion de faire appel ».

(Rapport de l'exercice 1921-22).

* *

b) L'existence distincte de deux personnalités juridiques, celle de la société contrôlante et celle de la société contrôlée, présente également l'inconvénient de donner lieu à la perception de l'impôt sur le chiffre d'affaires pour les opérations taxables intervenues entre les deux sociétés.

La « Cie Générale d'Electricité » détenait jusqu'en 1925 le contrôle de la « Cie Générale des Câbles de Lyon ». Elle

lui fournissait en particulier le fil nécessaire à la fabrication des câbles. En 1925, elle a décidé d'absorber complètement sa filiale, pour des raisons d'ordre technique et commercial, ainsi que pour réaliser des économies d'ordre fiscal : elle signale à cet égard qu'elle a voulu éviter l'impôt sur le chiffre d'affaires qui était perçu sur les ventes de fil faites à sa filiale (Rapport 1924-1925, p. 11).

*
**

VI. ABUS AUXQUELS PEUT DONNER LIEU LA PARTICIPATION-CONTROLE

La participation-contrôle présente pour ceux qui l'utilisent des facilités que n'offre pas l'entreprise unique. Grâce à son intervention, les dirigeants bénéficient d'une grande liberté pour l'administration des capitaux qui leur sont confiés. Par ailleurs, elle se prête aisément à la réalisation de combinaisons spéculatives susceptibles de servir les intérêts personnels de ces dirigeants ou des financiers qui sont en relations étroites avec eux. On conçoit donc que la participation-contrôle puisse constituer, entre les mains d'hommes maladroits ou peu scrupuleux, un instrument dangereux pour la solidité de l'organisation financière d'une branche d'activité ou même d'une nation entière. Il importe en conséquence d'examiner les abus auxquels elle peut donner lieu.

*
**

Etant donné la distinction apparente qui subsiste entre la société contrôlante et la société contrôlée, le Conseil d'Administration de la première société peut se borner, dans ses

Rapports aux Assemblées générales, à donner quelques indications succinctes sur la marche de sa filiale. Il se contente généralement de faire connaître les résultats obtenus par cette filiale ; mais il n'entre pas dans les détails de son exploitation, qui reste indépendante de celle de la société-mère. D'ailleurs si la société contrôlante est surtout une société de titres, ses actionnaires sont peu désireux de s'intéresser aux détails techniques de l'activité des filiales d'exploitation.

D'un autre côté, aux Assemblées générales de la filiale, la société contrôlante est libre d'écarter, en posant la question de confiance, toute demande de renseignements à laquelle elle juge préférable de ne pas répondre.

En somme, la participation-contrôle permet aux dirigeants de soustraire plus aisément leur gestion à la surveillance et à la critique des actionnaires ; les Rapports du Conseil sont plus concis, les discussions aux Assemblées plus discrètes. Le groupe dirigeant bénéficie de cet état de choses, même s'il n'est pas animé d'intentions malveillantes à l'égard des actionnaires ; il l'utilise pour des buts moins recommandables lorsqu'il cherche à cacher, soit une situation difficile, soit des combinaisons critiquables.

Il se peut en effet que le Conseil profite de l'absolue maîtrise qu'il possède sur deux sociétés juridiquement indépendantes pour dissimuler la valeur exacte de l'actif de chacune d'elles. Des écritures passées entre ces deux sociétés à la veille de l'établissement des bilans permettent de faire figurer un élément du patrimoine d'une société dans l'actif de l'autre. Si par exemple la situation de trésorerie d'une société laisse à désirer, elle recevra de l'autre société, par

simple jeu d'écritures, une somme qu'elle classera parmi ses disponibilités, alors que la dette qui en résultera pour elle sera rangée dans le passif à long terme ou dans un compte « Divers ». De cette façon, le bilan présenté aux actionnaires fera ressortir une situation saine ; les écritures seront contre-passées par la suite.

Sans recourir à des procédés aussi nettement répréhensibles, les dirigeants de deux sociétés peuvent, par le moyen de dettes et créances réciproques, jeter un voile sur la réalité des rapports financiers existant entre les deux entreprises et rendre les bilans impénétrables à tout lecteur ne disposant pas de moyens personnels d'information.

A un autre point de vue, la société de contrôle utilise parfois les titres de sa filiale pour les besoins de son propre crédit. Elle se fait consentir, par exemple, un prêt sur les titres de sa filiale qu'elle détient en portefeuille. Un tel procédé est dans une certaine mesure dangereux. En effet, si la société filiale s'est déjà fait ouvrir un crédit calculé sur la valeur de son actif, on doit considérer que son capital ne peut plus servir de base régulière à une avance. Les titres représentant ce capital ne devraient donc pas, en bonne méthode, entrer en ligne de compte pour un nouveau crédit. Or, le banquier qui ouvre à la société-mère un crédit basé sur les titres de la filiale tient compte en grande partie du cours de ces titres, c'est-à-dire en dernière analyse de l'actif réel qu'ils représentent. La participation-contrôle rend donc possible une certaine inflation de crédit, dans la mesure où elle permet à la société-mère d'emprunter sur des titres de sa filiale.

On peut d'ailleurs concevoir que la société-mère mette à la disposition de sa filiale le crédit ainsi obtenu ; dans ce

cas l'inflation de crédit apparaît avec une netteté particulière : un même actif social sert en effet de support à deux avances, alors que chaque banquier a évalué cet actif pour fixer le chiffre maximum du concours qu'il a jugé opportun de consentir à la société.

* *

Les financiers sont également, de façon générale, plus favorables à la participation-contrôle qu'à l'entreprise unique. Toute création de société est en effet pour eux l'occasion de fructueux bénéfices, étant donné les opérations sur titres dont ils sont chargés : émission (commission de placement ou gain du syndicat de prise ferme), augmentation de capital, service financier (coupons, amortissement, transfert...), emprunts obligataires, etc...

Si des financiers sont en rapport avec les dirigeants d'une société de contrôle ou s'ils exercent eux-mêmes une influence prépondérante sur cette société, il est à craindre qu'ils n'abusent de leur puissance pour se livrer à des spéculations sur les titres détenus par la société. Les diverses manœuvres dont nous avons donné un aperçu plus haut peuvent en effet être utilisées pour faire varier la valeur en bourse des titres d'une société contrôlée. Une prospérité factice permet d'écouler ces titres dans le public à des cours très majorés ; leurs détenteurs réalisent ainsi de gros bénéfices ; par la suite, la révélation de la situation réelle de l'entreprise entraîne un effondrement des cours de ses titres ; lorsque la désaffection du public a ramené ces titres à un prix inférieur à leur valeur réelle, les financiers intéressés les rachètent sur le marché et cherchent une seconde fois à faire monter les cours pour réaliser de nouveaux bénéfices au détriment du

public boursier. Le plus souvent interviendra en outre la procédure d'assainissement habituelle, constituée par une réduction de capital suivie immédiatement d'une augmentation de capital, qui laissera encore entre les mains des financiers des courtages intéressants.

Une société de contrôle qui détient les titres de diverses entreprises peut utiliser simultanément plusieurs de ses filiales pour réaliser de telles opérations boursières. Elle fait par exemple apparaître dans la comptabilité de l'une d'elles les opérations fructueuses ; en même temps, elle impose à une autre filiale le lot des affaires malheureuses ; les titres de la première société atteignent des cours élevés ; la société-mère les vend et en utilise le produit à l'acquisition des titres dépréciés de la seconde filiale. Par la suite, elle favorise cette dernière société au détriment de la première filiale et recommence une spéculation analogue.

* *

La création de nombreuses sociétés de contrôle et de sociétés de titres s'explique trop souvent par l'influence de dirigeants financiers peu scrupuleux, qui se proposent d'utiliser dans leur propre intérêt les possibilités de spéculation offertes par la participation-contrôle. De tels procédés, qui ne sauraient être trop sévèrement qualifiés, s'observent surtout dans les pays dont l'économie n'a pas atteint un degré suffisant de stabilité. On les a vu prendre une grande extension aux Etats-Unis, où ils ont été la raison d'être du développement tout spécial des sociétés de contrôle. Ils sont le plus souvent difficiles à réprimer par une action pénale, qui est au surplus généralement impuissante à indemniser les victimes des pertes qu'elles ont subies.

Les abus que nous venons de signaler sont toutefois, il importe de le reconnaître, le fait d'une minorité d'hommes d'affaires peu recommandables. Si l'on écarte toute manœuvre déloyale et toute intention malhonnête, il faut encore constater que la participation-contrôle favorise l'influence des financiers au détriment des techniciens, industriels ou commerçants. De nombreux contrôles réalisés par le moyen de la participation de titres sont en effet inspirés par le désir de réaliser une fusion financière bien plus qu'une fusion effective de l'activité réelle des sociétés envisagées. D'autre part, même lorsqu'un contrôle par participation répond en premier lieu à une préoccupation d'ordre économique, il s'accompagne fréquemment de l'intervention d'un financier ; sa compétence en matière de titres et la puissance de placement dont il dispose en font un auxiliaire dont la collaboration est recherchée. A la faveur de ces opérations, le financier acquiert donc une influence certaine dans la société qui fait appel à ses services. Cette influence peut devenir dangereuse du jour où elle passe au premier plan et dans la mesure où elle subordonne à des considérations d'ordre financier le développement de l'activité qui constitue le but essentiel de l'entreprise.

*
* *

VII. CONCLUSION

Le choix entre la participation-contrôle et l'entreprise unique dépend donc de nombreuses considérations. Nous venons de voir que ces deux formes d'organisation peuvent être comparées à des points de vue très différents et que

chacune d'elle comporte des avantages et des inconvénients parfois difficiles à concilier. Si l'on examine les opinions théoriques émises à ce sujet, on constate d'ailleurs que l'entreprise unique et la participation trouvent l'une et l'autre d'ardents défenseurs.

Pour certains, la société de contrôle représente « le degré le plus élevé de la combinaison capitaliste ; comme elle consiste en une société centrale possédant toutes les actions, ou du moins la majorité des actions des établissements constitutants, elle présente des avantages réels pour les grands entrepreneurs capitalistes, comparée à cette autre forme, encore fréquente où les sociétés et les entrepreneurs particuliers ont vendu effectivement leurs établissements à la fusion ou au trust... ; avec un minimum de capital engagé, quelques financiers, avant tout des banques, peuvent donc obtenir, par la création d'une Holding Cy, la haute main sur un nombre maximum d'établissements de l'industrie, du commerce ou des transports ; c'est l'apogée du système capitaliste » (1).

Pour d'autres au contraire la fusion est « le procédé le plus propre, le plus clair et en même temps le plus efficace » (déclaration de Sir A. Mond à l'Assemblée Générale de l'« Impérial Chemical Industrie » du 18 Mars 1927). Cette opinion est d'autant plus remarquable qu'elle émane du Président d'un trust très puissant (2) qui, après avoir débuté par une collaboration entre plusieurs entreprises, est encore à l'heure actuelle constitué sous forme de société de con-

(1) Christian Cornelissen, *Traité général de Science économique*. T. III, vol I, ch. VI (Les ententes et combinaisons capitalistes).

(2) Capital 65 millions de livres, soit au cours actuel plus de 8 milliards de francs.

trôle (1). Les dirigeants de ce trust soulignent nettement qu'il ne s'agit là que d'une base préalable, en vue d'une fusion ultérieure plus complète dont ils attendent de nouveaux avantages.

Indépendamment de la diversité de ces opinions, on relève qu'en fait beaucoup d'entreprises hésitent entre ces deux formes d'organisation. Des sociétés telles que l'« Air Liquide », « L'Energie Industrielle », ont ainsi créé de nombreuses entreprises filiales sur lesquelles elles se proposaient d'exercer leur contrôle par la détention de titres. Par la suite, elles ont cependant été conduites à absorber plusieurs de ces filiales pour les unir de façon plus complète à l'organisation centrale.

En définitive, on doit conclure que toute affirmation générale est impossible en ce qui concerne la préférence à donner, soit à la participation-contrôle, soit à l'entreprise unique. La décision sera dictée, dans chaque cas particulier, par l'examen détaillé des conditions propres à l'espèce envisagée.

(1) L'« Imperial Chemical Trust » détient des titres des quatre plus importantes sociétés anglaises de produits chimiques : « Brunner Mond et Co », « Nobel Industries », « United Alkali Co », « British Dyestuff Corporation».

CHAPITRE III

SOCIÉTÉS DE FINANCEMENT

SECTION I

GENERALITES. — DEFINITION.

On dit qu'une personne « finance » une opération lorsqu'elle fournit les fonds permettant de la mener à bonne fin. De même un capitaliste « finance » une entreprise lorsqu'il lui procure les capitaux nécessaires à la marche régulière de son exploitation.

Le « financement » est donc une opération plus complexe que la simple avance de fonds.

Le prêteur ou bailleur de fonds ne se préoccupe pas, en règle générale, de savoir à quels besoins répond la demande de capitaux qui lui est adressée ; il se borne à effectuer un placement de ses disponibilités.

Au contraire, le capitaliste qui se consacre à un financement envisage quels sont les désirs du demandeur de capitaux et prend en considération l'utilisation qui sera donnée à l'ensemble des fonds remis à ce dernier ; l'avance qu'il consent est, dans son esprit, affectée à une activité bien déterminée ; celle-ci peut d'ailleurs consister soit en une

opération particulière, soit dans le fonctionnement général d'un organisme complexe. Ainsi le capitaliste se place dans ce cas à un double point de vue ; en ce qui concerne, il fait un placement ; à l'égard du demandeur de capitaux, il effectue un financement.

L'activité de financement est le plus souvent exercée par un capitaliste qui se propose d'y consacrer ses fonds personnels et d'en effectuer ainsi le placement ; mais il se peut que cette activité fasse l'objet d'une profession particulière. Celui qui se spécialise dans cette fonction économique devient alors un intermédiaire entre le demandeur de fonds et le capitaliste en quête de placement. En réunissant de la sorte des capitaux dont le seul but est le placement, il les affecte à une opération d'ensemble qui constitue un financement.

Si le demandeur de fonds est une société susceptible d'émettre des valeurs mobilières, les mêmes distinctions se retrouvent. Le capitaliste qui souscrit à un titre ou à quelques titres émis par la société effectue purement et simplement un placement en valeurs mobilières. Si un capitaliste souscrit la totalité ou la plus grande partie de l'émission, il réalise une opération de financement. Enfin on conçoit qu'un intermédiaire spécialisé réunisse des capitaux en quête de placement, afin de financer l'émission des titres de la société.

Etant donné que toute activité importante est actuellement exercée par des entreprises constituées sous forme de sociétés par actions, les développements qui vont suivre traiteront uniquement du financement des *valeurs mobilières*.

Nous n'avons envisagé jusqu'ici qu'une demande de ca-

capitaux émanant de la société procédant à l'émission des titres ; les fonds provenant de la souscription devant être remis à cette société, elle a seule intérêt à ce que l'émission réussisse pleinement, soit grâce à de simples placements, soit par le moyen d'un financement.

Il peut se produire également à l'occasion de titres déjà émis une demande de capitaux susceptible de donner naissance à une opération de financement. Il faut supposer pour cela que certains capitalistes ont souscrit, par exemple, à la totalité d'une émission d'actions effectuée par une société. Par la suite ils désirent retirer les capitaux engagés dans cette opération. Ils offrent donc leurs titres sur le marché. Cette offre massive de titres déjà émis constituant la totalité du capital social donne lieu aux mêmes opérations que l'offre de ces mêmes titres au moment de leur émission : ou bien de nombreux capitalistes se portent acquéreurs de petites quantités de ces titres, avec la seule intention de faire un placement ; ou bien un capitaliste unique acquiert la totalité des titres offerts, effectuant ainsi tout à la fois un placement et un financement ; ou enfin un intermédiaire spécialisé se livre à un financement global des titres offerts, qu'il distribue ensuite entre de petits capitalistes en quête de placement.

Dans le cas de cession de titres déjà émis, l'opération ne profite pas à première vue à la société mais au groupe détenteur des titres offerts ; c'est en effet lui qui reçoit les fonds versés par les nouveaux acquéreurs des titres. Pourtant, dès que le nombre des titres offerts représente une quantité importante du capital social, la société est également intéressée à la réussite de l'opération de vente de ses titres. En effet le capitaliste qui détient un nombre élevé de titres

souscrits au moment de l'émission apparaît dans une certaine mesure comme un fondateur de la société. Or bien souvent il n'a accepté d'affecter ses fonds disponibles à la souscription des titres nouveaux qu'en se promettant de se dégager assez rapidement par la suite. S'il réussit à retirer ses capitaux, il envisagera plus favorablement, le cas échéant, de participer à une nouvelle émission qui sera faite par la société. D'autre part, si le détenteur de ces titres ne trouve pas aisément des acquéreurs et s'il est pressé de retrouver son argent, il acceptera de subir une perte en vendant à des cours inférieurs à son prix de souscription. La dépréciation ainsi révélée sur les titres de la société est susceptible à plusieurs égards de porter tort à cette dernière.

Il apparaît donc qu'au cas de cession d'un nombre important de titres déjà émis, le détenteur actuel et la société elle-même ont un intérêt commun à ce que la vente puisse être effectuée, soit par placement, soit par financement.

En résumé, l'opération de financement est susceptible de s'appliquer à toute offre importante de valeurs mobilières, que ces dernières soient en cours d'émission ou qu'elles aient déjà été émises.

Afin de mieux préciser les cas dans lesquels le financement apparaît d'une part comme une opération distincte du placement et d'autre part comme un rouage autonome de l'organisation économique, nous nous proposons d'examiner de quelle façon le contact s'établit dans la pratique entre l'offre de titres et l'offre de capitaux.

* * *

Il arrive couramment que l'argent qui cherche un titre et le titre qui cherche l'argent se trouvent en rapport direct.

Des relations particulières suffisent parfois à permettre la souscription de titres nouveaux ou la vente de titres déjà émis.

L'appel au public devient néanmoins indispensable dès qu'il s'agit d'un nombre de titres représentant des capitaux importants.

Au cas d'émission, il se peut que la société jouisse d'une renommée suffisamment étendue pour recueillir par elle-même les capitaux qui lui sont nécessaires. Afin de multiplier les guichets de souscription, elle a cependant le plus souvent recours à l'intermédiaire des banques, qui de par leur activité sont susceptibles de porter l'émission à la connaissance des épargnants. Les banques n'interviennent alors qu'en qualité de mandataires ou de courtiers ; elles ne sont intéressées à l'opération d'émission qu'en fonction de la commission de placement qui leur est allouée.

S'il est question d'écouler dans le public des titres déjà émis et qui possèdent un marché suffisant, les capitalistes détenteurs de ces titres pourront aisément retirer leurs capitaux en vendant leurs titres à la Bourse des valeurs ; ils peuvent ainsi céder des quantités importantes de titres à d'autres capitalistes, à la seule condition de savoir profiter des dispositions du marché et de prendre des précautions en échelonnant les ordres de vente.

* *

Les opérations d'émission ou de vente de titres par appel direct au public épargnant présentent cependant des risques importants ; d'autre part elles ne sont réalisables que pour des titres très connus. Le plus souvent on a recours dans

la pratique aux services d'un intermédiaire qui se charge de rechercher les capitaux disponibles et de les diriger sur les titres dont le placement est désiré. C'est alors qu'apparaît l'utilité d'un spécialiste du financement.

Cette fonction peut être exercée par un organisme temporaire. On voit ainsi se former des syndicats qui se chargent d'assurer le succès d'une émission déterminée. Ils sont le plus souvent constitués entre banquiers possédant, grâce à leurs relations ou à leurs guichets, une grande puissance de placement. Les membres du syndicat « prennent l'émission ferme », c'est-à-dire souscrivent en leur nom personnel une part déterminée de l'émission. S'ils n'arrivent pas à écouler cette part dans leur clientèle, ils restent attributaires du solde non placé, dans des proportions déterminées par l'acte syndical (1). La rémunération du banquier est constituée par la différence existant entre le prix de cession des titres au syndicat et le prix d'émission dans le public. Etant donné le risque couru par le banquier, cette rémunération est beaucoup plus importante que la commission allouée à l'établissement qui se borne à prêter ses guichets à la société procédant à l'émission. L'activité de financement d'un syndicat s'exerce donc de deux façons. En premier lieu, dans la mesure où il réussit à placer les titres qui lui sont alloués, il joue le rôle du commissionnaire revendant la totalité des marchandises qu'il a achetées ; c'est alors l'intermédiaire temporaire, qui disparaît dès que

(1) Dans les syndicats « à la parisienne », l'ensemble des titres non placés est distribué entre les participants proportionnellement à la participation de chacun d'eux ; dans les syndicats « à la lyonnaise », le solde est au contraire distribué proportionnellement à la quantité non placée par chaque participant ; voir sur ces questions : Le Roy, Les Syndicats d'émission.

le placement des titres est réalisé. En second lieu, dans la mesure où il se trouve contraint de conserver les titres non placés et de verser effectivement de ses deniers personnels les fonds correspondant à leur libération, le syndicataire réalise un financement durable. Si le syndicataire est une société, il se trouve ainsi avoir effectué une opération qui à l'égard de ses propres actionnaires apparaît comme un placement. Ces derniers ont, en effet, par l'intermédiaire de la société, placé leur argent en titres qui n'ont pu trouver directement des acquéreurs.

Alors qu'en matière de syndicat d'émission un tel résultat n'est acquis que de façon exceptionnelle et au cas d'échec partiel d'une émission, on voit par contre des sociétés formées dans le but spécial de servir d'intermédiaire durable entre des capitalistes et des titres. Ce sont de telles sociétés que nous désignons par l'expression de « sociétés de financement ».

Leur activité consiste à financer des valeurs mobilières offertes en vain sur le marché et à émettre, en représentation de ces valeurs, leurs propres titres qui trouveront plus facilement à se placer dans le public. Cette activité s'applique aussi bien à des titres en cours d'émission qu'à des titres déjà émis.

En définitive, une société de financement se propose d'alimenter des valeurs mobilières en capitaux par l'intermédiaire de ses propres titres ; en plaçant ceux-ci elle provoque de façon indirecte mais certaine un afflux de capitaux sur les valeurs qu'elle a mises en portefeuille. Grâce au procédé de la substitution de titres elle réalise aux yeux de ses actionnaires un placement indirect et d'un autre côté

effectue le financement des titres dont elle s'est rendue propriétaire.

La « société de placement » réalise également des placements par le moyen de cette substitution de titres. Pourtant la distinction entre ces deux types de sociétés de titres est aisée à faire, sinon en pratique, du moins en théorie. Alors que la société de placement recherche en premier lieu l'intérêt de ses actionnaires, la société de financement se préoccupe principalement de trouver des capitaux pour financer les titres qu'elle détient.

La société de financement présente deux degrés, comme toute société de participation. Ou bien elle ne consacre qu'une partie de son activité au financement de titres, et c'est une société d'un type impur. Ou bien c'est une société d'un type achevé, dont la seule raison d'être est le financement et dont toutes les ressources sont utilisées dans ce sens.

Nous examinerons successivement les sociétés qui s'occupent du financement de titres existants et celles qui s'occupent du financement de titres nouveaux.

SECTION II

SOCIÉTÉS S'OCCUPANT DU FINANCEMENT DE TITRES DÉJÀ ÉMIS

L'intervention d'une société de financement ne se conçoit, à l'égard de titres déjà émis, que si deux groupes de circonstances se trouvent réunis simultanément.

D'une part, il est nécessaire que les détenteurs d'un nombre important de ces valeurs cherchent à retirer les capitaux investis dans ces titres et se préoccupent dans ce

but de trouver de nouveaux capitalistes disposés à prendre leur place.

D'autre part, il faut que les titres en question ne soient pas offerts directement au public épargnant, soit parce que les détenteurs actuels désirent conserver le contrôle des titres qu'ils ne veulent plus financer, soit parce qu'une cession directe serait vouée à l'insuccès.

Nous examinerons successivement ces deux séries de conditions.

*
**

1° OFFRE D'UN NOMBRE IMPORTANT DE TITRES.

Les causes qui poussent un capitaliste à liquider une participation de titres sont d'ordre très divers ; leur étude ne saurait nous retenir longtemps. Le plus souvent un besoin d'argent est à l'origine de la cession des titres ; il nous suffira de noter, de façon plus particulière, les raisons principales provoquant une offre d'un nombre important de titres.

Parfois, c'est une société qui modifie son orientation et abandonne les participations qu'elle détenait jusqu'alors.

En d'autres cas, c'est un capitaliste qui n'avait pris une participation de titres que pour une courte période de temps et qui, ses ressources temporaires épuisées, s'efforce de retirer ses capitaux.

Ou encore, c'est une société qui détenait le contrôle d'une autre entreprise et qui désire réduire sa participation au chiffre minimum. La société contrôlante peut en effet chercher à diminuer les capitaux engagés sans pour cela abandonner son influence. L'appel aux capitaux étrangers se

conçoit également chaque fois que la société-mère s'est réservée la domination de sa filiale par la création d'actions de préférence ou à vote plural ou par tout autre procédé. Les autres titres de la filiale peuvent désormais être sans danger offerts au public.

Enfin on peut supposer qu'un important détenteur de titres veuille réaliser le bénéfice que fait apparaître, par rapport à son prix d'achat ou de souscription, le cours élevé de ces derniers ; ou bien qu'il désire vendre au plus vite des titres peu florissants afin d'éviter toute perte ou tout au moins de limiter celle qu'il subit déjà.

De toute façon, quel que soit le mobile qui détermine la décision du capitaliste, particulier ou société, il nous suffit de constater que celui-ci recherche d'autres capitalistes disposés à se porter acquéreurs d'une quantité importante de titres.

*
* *

2°. — TITRES NON OFFERTS DIRECTEMENT AU PUBLIC

* *

A. — Raison de contrôle

Les titres dont le capitaliste cherche ainsi à se défaire peuvent être des titres cotés, jouissant d'un large marché et pour lesquels il est aisé de trouver des acquéreurs. Si le capitaliste ne recourt pas à la vente directe, s'il fait intervenir une société de financement, c'est qu'il désire à la fois retirer ses capitaux et conserver le contrôle de la société. Ces deux résultats, qui paraissent au premier abord contra-

dictoires, peuvent en effet être obtenus simultanément par l'intermédiaire d'une société de financement.

Cette société acquiert du capitaliste les titres qu'il cherche à céder ; elle lui procure ainsi les fonds dont il a besoin. Elle émet, en contre partie des titres acquis, ses propres valeurs mobilières. Il suffira désormais au capitaliste de détenir le contrôle de la société de financement pour être assuré de contrôler les titres que celle-ci détient. Or, ainsi que nous l'avons vu plus haut, l'institution d'une société intermédiaire réduit considérablement les frais du contrôle. En définitive le capitaliste aura pu liquider une partie importante de ses titres : les fonds qu'il aura ainsi récupérés seront représentés par la différence entre le montant des titres contrôlés et la somme nécessaire au contrôle de la société de financement. Cette dernière somme peut, nous le savons, être encore diminuée par d'autres procédés.

De telles sociétés jouent à la fois le rôle de sociétés de financement et le rôle de sociétés de contrôle. Néanmoins leur but essentiel reste le financement, qu'elles s'efforcent de réaliser dans la mesure la plus large possible au profit du capitaliste qui les fonde. Si elles sont utilisées à des fins de contrôle, on doit remarquer qu'elles n'ont pas à cet égard une fonction originale ; elles se contentent d'améliorer au bénéfice de leur créateur les conditions d'un contrôle qu'il possédait déjà.

Un exemple typique de ces sociétés à double résultat est constitué par la « Société Générale des valeurs de banque », fondée en 1910 par la « Société Générale pour favoriser le développement du commerce et de l'industrie en France ». Cette dernière se trouvait à cette époque détenir un grand nombre de participations-titres qui constituaient à son bilan

une immobilisation importante. Parmi ces participations figuraient des titres d'entreprises bancaires soumises à son influence. Afin de diminuer dans une certaine mesure ces immobilisations, tout en conservant cependant son influence sur les banques qu'elle contrôlait, la « Société Générale » créa une société spéciale de financement. Celle-ci acquit de sa fondatrice un portefeuille-titres s'élevant à 48.000.000 fr. ; fondée au capital de 6.250.000 fr., tout entier aux mains de la maison-mère, elle émit dans le public pour 28.000.000 de bons destinés à compléter les ressources nécessaires à l'acquisition des titres de son portefeuille. En définitive, au bilan de la « Société Générale », une participation de 6.250.000 fr. a remplacé une participation de 48.000.000 fr. La différence a été mise, en espèces, à la disposition de la « Société Générale ».

Des sociétés de cet ordre ont été créées récemment aux Etats-Unis, depuis que ce pays constitue un réservoir important de capitaux épargnés.

L'entreprise belge « Solvay et Cie » possède la presque totalité des titres d'une de ses filiales américaines « l'Allied Chemical & Dye Corporation ». Elle fonde en 1927 une société de financement, la « Solvay American Investment (1) Corporation », à laquelle elle apporte ces titres. Le capital-actions de la société est entre les mains de « Solvay & Cie ». Des obligations sont émises dans le public américain par la société de financement. Elles sont, de convention expresse, garanties par un nantissement sur les titres de l'« Allied Chemical & Dye Corporation ». Il est intéressant de noter

(1) Malgré son titre, cette société n'a plus aucun des caractères de la société de placement.

que pour obtenir ce financement des titres de l' « Allied Chemical & Dye Corporation », la « Cie Solvay » a été obligée de s'engager à toujours posséder au moins la majorité des titres de sa filiale de financement. Au cas où cette clause ne serait plus observée, les obligations de la société de financement deviendraient immédiatement exigibles. Cette convention oblige la « Cie Solvay » à garder un intérêt appréciable dans la bonne gestion de l' « Allied Chemical & Dye Corporation » et constitue par cela même une sécurité pour les obligataires, dont les titres sont garantis par les actions de cette dernière société.

* *

B. — Titres sans marché

La société de financement intervient également lorsque les titres qu'un capitaliste veut céder ne trouvent pas d'acquéreur. Le but recherché est dans ce cas de créer une société qui reprendra les titres en question et émettra en contrepartie des valeurs mobilières susceptibles d'intéresser le marché des capitaux ; il est nécessaire pour cela que les valeurs de la société de financement ne présentent plus les inconvénients qui ont écarté les épargnants des titres qu'elle possède.

On doit toutefois remarquer qu'un tel rôle de financement n'exclut pas un rôle de contrôle. Un capitaliste peut chercher par ce moyen à liquider des titres non réalisables sur le marché ; mais rien ne l'empêche d'utiliser en même temps la société intermédiaire pour conserver dans des conditions plus avantageuses un contrôle qu'il détient déjà. Cependant ce but de contrôle reste un caractère accessoire de telles

sociétés. D'une part en effet, ce rôle est facultatif, alors qu'il intervenait nécessairement dans les sociétés du type précédent. D'autre part, le rôle de financement est d'autant plus essentiel que la création d'une société intermédiaire est le seul moyen offert au capitaliste pour retirer les fonds engagés dans des titres privés de marché.

De telles sociétés de financement correspondent en définitive à une nécessité absolue, si l'on veut supprimer ou tout au moins masquer dans une certaine mesure les caractères particuliers qui éloignent de certaines catégories de titres la masse des capitalistes. Recherchons les raisons qui peuvent expliquer une telle répugnance de la part des épargnants.

* *

a. — *Titres peu connus*

Le petit capitaliste n'aime pas, en général, acheter des titres qu'il ne connaît pas. Bien que sa compétence en matière de valeurs mobilières soit le plus souvent très réduite, il s'imagine « connaître » une société lorsqu'il en a entendu parler autour de lui ou qu'il a vu revenir souvent son nom dans les journaux financiers.

Le public boursier n'a donc pas beaucoup d'attrait pour les titres de sociétés d'importance *locale*, exerçant leur activité dans un cercle restreint et sur lesquelles la presse financière n'attire pas l'attention. Les capitalistes qui ont patronné à leurs débuts des affaires locales seraient donc en peine de céder leurs titres si la société de financement n'intervenait à ce moment. Une société qui réunit dans son portefeuille les titres de nombreuses entreprises locales s'occupant de la même spécialité économique cesse d'être une so-

ciété limitée au développement d'une seule région. Ses propres titres sont par suite susceptibles d'intéresser le grand public. Les capitalistes primitifs peuvent, grâce à son intermédiaire, céder la place à de nouveaux acquéreurs.

Le développement de cette catégorie de sociétés de financement a été particulièrement remarquable dans certaines branches d'industrie.

Ainsi que nous aurons l'occasion de le voir ci-après de façon plus détaillée, des entreprises telles que les banques, les sociétés de construction de matériel électrique ou de matériel pour chemins de fer, furent amenées à créer elles-mêmes de nombreuses filiales locales. Il vint un moment où les titres de ces sociétés, restés en totalité dans le portefeuille des sociétés-mères, constituèrent pour elles une lourde charge et une immobilisation dangereuse. Il importait donc de les répandre dans le public. Mais leur caractère local constituait à cet égard un gros inconvénient. De très nombreuses sociétés de titres (1) furent donc créées pour alléger (2) les sociétés-mères. En groupant dans le portefeuille d'une même société des titres de différentes entreprises locales, on réussit à attirer l'épargne sur ces valeurs.

Le cas s'est présenté de façon particulièrement nette pour les sociétés locales de tramways. Bornées de par leur nature même à l'exploitation d'une région strictement limitée, de telles sociétés avaient, plus que toutes autres, besoin d'une intermédiaire pour attirer le grand public.

On sait que les Belges ont toujours eu une spécialité en

(1) Liefmann, op. cit., chap. VI, pages 321 et suivantes, donne une nomenclature détaillée des principales sociétés de reprise de titres.

(2) Ces sociétés de titres ont été qualifiées de « Sociétés de débarras » par M. Rist.

matière de tramways. Les groupes les plus importants de cette industrie ont créé des sociétés de financement (1), auxquelles ils ont apporté leurs titres de sociétés locales ; ils ont pu, par la suite, écouler dans le public les titres de ces sociétés de financement, dans la mesure où ceux-ci n'étaient pas indispensables au maintien de leur influence.

Par exemple, le groupe Empain a fondé dans ce but la « Cie Générale de Railways et d'Electricité », la « Fédération Belge et Française de Tramways », la « Cie Belge de Chemins de Fer Réunis », la « Société Parisienne pour l'Industrie des Chemins de Fer et Tramways Electriques » (Parisienne électrique).

Dans le domaine des chemins de fer locaux, on peut relever le cas d'une société de financement allemande qui réunit les éléments les plus caractéristiques de cette activité : la « Centralbank für Eisenbahnwerte » est fondée en 1898 par

(1) Liefmann, op. cit., page 175, écrit : « La plupart des sociétés de placement du continent n'ont pas été créées, comme les Investment Trusts, dans le but de placement du capital avec division du risque, mais plutôt pour obtenir du capital pour des sociétés locales, en les réunissant dans une plus grande société ». Il cite l'exemple des sociétés de tramways et chemins de fer locaux en France et en Belgique.

Il nous semble plus logique de classer ces sociétés parmi les sociétés de financement, puisque telle a été la raison d'être de leur fondation. On doit d'ailleurs préciser que leur activité de financement, qui s'est à l'origine appliquée à des titres déjà existants, se continue actuellement encore à l'égard de titres en cours d'émission. Ces sociétés n'ont donc pas perdu leur caractère initial et cherchent toujours en premier lieu à favoriser le financement de valeurs locales par l'intermédiaire de leurs propres titres.

Si elles sont devenues en fait, pour les actionnaires autres que le groupe dirigeant, des sociétés de placement, c'est que la division géographique des titres de leur portefeuille les prédisposait en quelque sorte à ce rôle. D'autre part, le groupe dirigeant a tout intérêt à les gérer et à les présenter comme telles, de façon à intéresser à leurs titres la foule des petits épargnants ; la dispersion des titres entre un grand nombre de propriétaires lui permet en effet de diminuer le nombre des titres qu'il doit détenir en vue du contrôle de ces sociétés.

Ces remarques peuvent s'appliquer à la majorité des sociétés de financement. Mais de telles sociétés restent avant tout des sociétés de financement. Ainsi que le remarque d'ailleurs Liefmann à propos de l'une d'elles, ces sociétés ne pourraient être classées comme sociétés de placement que si elles n'étaient pas contraintes de recevoir les titres désignés par le groupe qui les dirige.

une entreprise de construction et deux banques qui avaient, d'un commun accord, patronné la construction de nombreux chemins de fer locaux hongrois, autrichiens ou allemands. Cette société est spécialisée dans la reprise de titres déjà existants ; il lui est en effet interdit par ses statuts de s'intéresser à des titres nouveaux. D'autre part, son rôle consiste ostensiblement à dégager les entreprises fondatrices, puisque ses statuts indiquent de façon nominative, parmi les titres qu'elle peut acquérir, la liste des titres patronnés par celles-ci. On remarque enfin qu'elle a la faculté d'émettre des obligations pour un montant égal à cinq fois le chiffre de son capital-actions. La société-mère (en l'espèce la société de construction) peut donc retirer dans une proportion très élevée les capitaux engagés dans les entreprises locales, tout en gardant le contrôle de la société de reprise de ces titres.

L'industrie électrique, dont la prospérité fut si rapide, a donné également lieu en Allemagne et aux Etats-Unis à de très nombreuses sociétés fondées dans les dernières années du 19^e siècle pour la reprise des titres d'entreprises locales de production, de distribution ou d'utilisation de courant.

Ces sociétés (1) eurent une vogue considérable au moment de leur création et purent émettre leurs titres, actions et obligations, avec une grande facilité. Quand la capacité d'absorption d'une société de reprise de titres était épuisée, la société-mère fondait souvent une nouvelle société de reprise. Certains groupes ont ainsi de nombreuses filiales de financement.

(1) Certaines de ces sociétés allemandes ont une importance européenne et intéressent le marché français des capitaux : telles sont la « Banque pour entreprises électriques » de Zurich et la « Société suisse pour entreprises électriques ».

*

En dehors des sociétés locales, il existe d'autres entreprises qui ne sont pas connues du public ; telles sont par exemple les sociétés se livrant à une activité peu répandue ou tout à fait spécialisée. Les titres de ces sociétés ne trouvent pas facilement des acquéreurs, le jour où les capitalistes qui les ont financés à l'origine veulent s'en défaire.

La « Société Centrale de Dynamite », que nous avons déjà citée, a rempli à cet égard un rôle de financement. A l'époque de sa fondation (1887), les quelques sociétés qui s'occupaient de la fabrication de la dynamite et des autres explosifs avaient leurs titres détenus par une vingtaine de gros capitalistes. En fondant la « Société Centrale » ceux-ci ont eu en partie pour but de créer une société dotée d'un capital important, à l'occasion de laquelle le public pourrait se familiariser avec cette industrie qui lui était à ce moment inconnue. De la sorte, des demandes se sont produites ; les fondateurs ont ainsi détenu en portefeuille des valeurs négociables au lieu et place de titres qui ne l'étaient pas ; ils purent, par la suite, retirer leurs fonds à volonté en réalisant d'intéressants bénéfices grâce à la plus-value acquise par les titres de la « Société Centrale ».

* *

b. — Titres difficilement négociables

Un autre inconvénient présenté par certains titres et qui écarte d'eux la masse des petits capitalistes est constitué par la difficulté avec laquelle ces titres peuvent être négociés. L'épargnant ne se soucie pas, en effet, d'immobiliser ses

fonds dans des titres qui ne sont pas pourvus d'un large marché, qui ne cotent pas à la Bourse où il traite ses opérations et pour lesquels la moindre opération nécessite des formalités, des délais et des frais. Ces titres difficilement négociables pourront être groupés dans le portefeuille d'une société de financement, dont les propres valeurs ne donneront pas lieu aux mêmes critiques.

La portée de l'avantage que présentent sur ce point les sociétés de financement varie suivant les habitudes du public épargnant. C'est ainsi qu'en Allemagne le public n'accepte de s'intéresser qu'aux titres cotés en Bourse ; les sociétés de financement sont donc particulièrement indispensables en ce pays. Au contraire leur importance se trouve plus réduite à cet égard aux Etats-Unis où l'épargnant, d'esprit plus spéculatif, investit aisément ses capitaux dans des valeurs non cotées.

En tout cas, les sociétés de financement ont permis très souvent d'écouler dans le public d'une nation déterminée des titres étrangers ou coloniaux ne cotant pas aux bourses de cette nation.

C'est ainsi que les fondateurs des entreprises s'occupant de la mise en valeur du Congo Belge ont pu retirer leurs capitaux par la création de sociétés de financement cotées à la Bourse de Bruxelles, telles que la « Cie du Congo pour le Commerce et l'Industrie », le « Trust Colonial », la « Cie d'entreprises coloniales », etc...

Aux Etats-Unis, de nombreuses sociétés de financement créées depuis la guerre ont permis d'attirer les capitaux américains sur des valeurs européennes déjà émises dans leur pays d'origine et non cotées à la Bourse de New-York.

Ces sociétés consacrent fréquemment leur activité à une

nation déterminée. C'est ainsi que la « Swedish American Investment Corporation » a été fondée en 1925 par la « réunion de puissants intérêts suédois et américains » pour acquérir des quantités importantes de titres de sociétés suédoises de premier plan. Du moment que des capitalistes suédois sont intervenus dans la constitution de cette société, il est à présumer qu'ils ont eu pour but de retirer une partie des capitaux qu'ils avaient engagés dans ces titres. Par ailleurs, on constate que le portefeuille de cette société se compose surtout d'actions (Mines de fer, fabriques d'allumettes, banques, sociétés foncières... ; évaluation au 31 Décembre 1925 : \$ 45.216.000) ; étant donné qu'elle a émis des actions privilégiées non pourvues du droit de vote, on peut supposer que ses fondateurs ont également voulu améliorer les conditions d'un contrôle qu'ils possédaient déjà. Enfin il faut noter que la diversification du portefeuille de cette société la fait apparaître, aux yeux des capitalistes américains, comme une société de placement spécialisée en titres suédois. Bref cette société présente un caractère complexe.

Les sociétés de cet ordre poursuivent souvent des buts multiples et il est dans beaucoup de cas assez délicat de déterminer quel est leur caractère prédominant. En outre plusieurs d'entre elles s'occupent à la fois de titres déjà émis et de titres nouveaux.

Des organismes non constitués en société ont également eu pour but de faciliter le financement de titres déjà émis sur un marché et qui ne pouvaient être négociés facilement sur un marché étranger susceptible de les absorber.

En 1926 la « National Bank of Commerce » de New-York reçoit en dépôt un nombre important de titres de la banque allemande « Dresdner Bank ». Elle délivre en repré-

sensation des « actions américaines » (« American Shares »), à raison de un titre par 400 Reichmarks d'actions « Dresdner Bank ». Ces « American Shares » émises dans le public américain ne comportent pas le droit de vote (1). Elles constituent dans le domaine du financement le correspondant exact des « Administratie Kantooren » dans le domaine du placement. D'ailleurs elles apparaissent également comme facilitant le placement des capitaux américains. Mais il nous semble qu'elles doivent être qualifiées en premier lieu d'organes de financement, s'il est exact que l'idée première de leur création provient d'un besoin d'argent des détenteurs primitifs des actions « Dresdner Bank ».

Dans le même ordre d'idées, on doit signaler que les actions étrangères introduites à la Bourse de New-York sont toujours représentées par des certificats américains, délivrés par des banques dépositaires des titres originaux.

La première valeur française introduite sur le marché de New-York (1928), l'action ordinaire « Cie Générale Transatlantique », est offerte aux capitalistes américains sous forme d'un certificat correspondant à une action originaire et délivré par le banquier dépositaire l'« Equitable Trust Cy ».

* *

c. — *Titres d'un rapport peu satisfaisant*

•

Les titres *longs à fructifier* sont également peu recherchés

(1) Malgré cette particularité, il semble bien que les créateurs de ces « American Shares » n'ont pas cherché par ce moyen à conserver leur influence sur la « Dresdner Bank » tout en retirant une partie de leurs capitaux. En effet, il a été prévu dès l'origine qu'à partir d'une date déterminée, les « American shares » pourraient être échangées contre des actions « Dresdner Bank ».

des capitalistes. Chaque fois qu'il s'agit de céder des titres de sociétés nouvelles, exigeant une période assez longue de mise en route, les fondateurs cherchent à utiliser la société de financement. Des titres n'assurant pas un rapport immédiat pourront en effet figurer sans inconvénient dans le portefeuille d'une société de titres, s'ils ne représentent qu'une petite fraction de son actif. Dans cette mesure, la société de titres fera œuvre de société de financement.

*

De même, des actions dont le *rendement est limité* sont peu appréciées d'un public recherchant des valeurs d'avenir.

Le cas s'est présenté de façon très nette en Allemagne pour les actions de sociétés locales de chemins de fer, dont les bénéfices sont, au-dessus d'un certain chiffre, partagés dans une proportion de plus en plus élevée avec l'autorité concédante. Dans le même ordre d'idées, les sociétés locales de production et de distribution d'électricité pratiquèrent à leurs débuts une politique d'abaissement continu du prix du courant électrique, afin de vulgariser plus rapidement l'emploi de l'électricité ; leurs actionnaires ne pouvaient donc espérer voir les dividendes augmenter avant d'assez longues années.

Etant donné la fixité de leur revenu, de telles actions n'intéressaient que médiocrement ceux des capitalistes qui avaient l'habitude d'employer leurs capitaux en titres à revenu variable. D'autre part leur qualité d'« actions » écartait les épargnants recherchant des titres à revenu fixe. Pour arriver à s'en défaire, leurs détenteurs les apportèrent à des sociétés de financement qui, formées avec un capital-

actions peu important, émirent de nombreuses séries d'obligations. Par le moyen de ce subterfuge financier, les actions furent offertes au public sous une forme correspondant plus exactement à la stabilité de leur rémunération ; elles purent de la sorte toucher le public attaché à la régularité du revenu.

Des raisons de cet ordre expliquent généralement que les sociétés allemandes de financement aient fait appel au public sous la forme d'obligations beaucoup plus que sous la forme d'actions. Nous savons également que l'émission d'obligations est un procédé utilisé avec enthousiasme par les créateurs de la société de financement, puisqu'il leur permet de réduire considérablement les capitaux nécessaires au contrôle de cette société.

*

Dans un sens opposé, les titres trop spéculatifs, dont le revenu et le cours sont sujets à des *variations trop brusques*, sont parfois difficiles à faire acheter par le public. Leur acquisition en petite quantité par une société de titres permettra leur financement. La société de titres peut même détenir un assez grand nombre de titres spéculatifs et offrir cependant au public des valeurs relativement stables, si elle a soin de répartir son portefeuille entre de nombreuses valeurs. La plupart des sociétés de titres miniers ont ainsi permis à leurs fondateurs d'écouler dans le public des titres particulièrement spéculatifs.

* *

d. — *Titres douteux.*

La société de financement a été enfin utilisée par des capi-

talistes sans scrupules pour faire absorber par le public des titres nettement peu intéressants.

La création d'une société nouvelle est toujours en effet l'occasion d'une publicité intense ; un service de presse bien organisé arrive à persuader l'épargnant que l'émission en cours est pleine de promesses ; les établissements de crédit recommandent les nouveaux titres à leurs guichets, de préférence à des valeurs analogues ; car ils bénéficient sur chaque titre placé par leur intermédiaire d'une commission de placement supérieure à celle que leur procurerait un ordre d'achat en bourse. De son côté l'épargnant, par une sorte de vanité personnelle, se laisse fréquemment séduire par l'idée de contribuer à la création d'une affaire nouvelle. Enfin les seules indications sur l'activité de la société en formation sont fournies par des statuts généralement très vagues et des notices d'une imprécision remarquable.

Dans ces conditions, il est parfois possible de lancer sur le marché les valeurs d'une société de titres, sans que les petits capitalistes attachent suffisamment d'importance aux titres que cette société se propose d'acquérir. De telles sociétés réussissent ainsi à financer des titres sans avenir ou même destinés à une dépréciation certaine. Dans ce dernier cas, les détenteurs de grosses quantités de ces titres parviennent par ce moyen à retirer leurs capitaux au moment utile et laissent supporter par un public confiant la perte qui apparaîtra tôt ou tard.

Le procédé a été employé à plusieurs reprises au détriment de l'épargne française, principalement en matière de valeurs minières.

« C'est en 1905, au lendemain des jours sombres de la « guerre du Transvaal, que l' « Association Minière » fut

« constituée. Son objet essentiel était d'acquérir d'une grosse
« maison sud-africaine, la firme Neumann, un important
« paquet d'actions de mines transvaaliennes. Il ne faut pas
« se méprendre sur le but auquel correspondait la création
« de l' « Association Minière ». Cette société, dont les actions
« étaient réservées au public français, n'était autre chose
« qu'un instrument déguisé de placement d'actions trans-
« vaaliennes. Les capitalistes français marquaient en effet
« à cette époque une certaine désaffectation pour les mines
« d'or, qui leur avaient fait subir des pertes sensibles et
« il est probable, pour ne pas dire certain, qu'une tentative
« de placement direct de nouvelles actions du Rand aurait
« abouti à un échec. Au lieu donc de présenter au public
« français des titres d'étiquette anglaise, on lui offrit des
« actions d'une société française, et comme cette société était
« placée sous un patronage (1) fort recommandable, l'émis-
« sion réussit. La mode était d'ailleurs à la création de
« sociétés du même genre, puisque c'est à cette époque que
« fut constituée la « Central Mining » qui racheta, elle, une
« partie du portefeuille de la maison « Wernher Beit ».
(*L'Information* du 20 Août 1924).

Le portefeuille acquis par la « Central Mining » était
d'un avenir si peu assuré que, deux ans après, cette société
avait déjà perdu un tiers environ de son capital, et qu'elle
dut, par la suite, procéder à deux réductions de capital.

De même la « Consolidated Goldfields of South Africa »
créa en 1905 une société de reprise de titres la « Gold Mines

(1) Banque française Bernard & Jarislowsky. Depuis 1907 l' « Association Minière » est passée entre les mains de la Banque de l'Union Parisienne et du groupe Mirabaud.

Investment Cy ». Cette dernière reçut un portefeuille-titres d'environ un million de Livres, qui deux ans après avait perdu la moitié de sa valeur.

* *

e. — *Titres juridiquement non négociables*

On peut enfin signaler l'utilisation possible de la société de financement dans le cas assez rare où un motif d'ordre juridique interdit aux détenteurs de certains titres de les offrir directement au public.

D'après la loi française, les parts de fondateur de sociétés nouvellement créées ne peuvent être négociées avant deux ans (1).

On conçoit que les détenteurs de ces titres qui désirent les monnayer avant l'expiration du délai prescrit par la loi, puissent avoir recours à une société de financement. Car la loi interdit la négociation de ces titres par voie de vente en Bourse, mais elle n'interdit pas leur cession par les formes régulières du droit civil, ni leur apport en société. Si ces titres sont apportés à une société de financement, celle-ci émettra des valeurs mobilières dont la négociation pourra avoir lieu immédiatement.

*
* *

(1) Loi du 31 Mars 1927, article 16. D'après la loi allemande, lorsqu'une entreprise particulière se transforme en société par actions, les titres de cette dernière ne sont pas négociables pendant un an.

SECTION III

SOCIÉTÉS S'OCCUPANT DU FINANCEMENT DE NOUVEAUX TITRES

L'intervention des sociétés de financement s'occupant de titres non encore émis s'explique comme celle des sociétés du type précédent par la réunion de deux groupes de circonstances.

D'une part, il est nécessaire qu'une société cherche à émettre des valeurs nouvelles ; cette émission peut d'ailleurs porter sur les titres d'une société en création ou représenter l'augmentation des ressources propres d'une société déjà existante.

D'autre part, il faut supposer que les titres en question ne sont pas offerts directement au public, mais que la société intermédiaire les conserve dans son portefeuille ; cette possession se justifie parfois par le désir de contrôler ces titres ; elle peut en outre être rendue nécessaire par l'impossibilité de les émettre dans le public.

En ce qui concerne les caractères qui empêchent un titre nouveau de bénéficier d'un large marché, nous nous bornons à renvoyer aux indications fournies ci-dessus pour les titres déjà émis. Dans l'un et l'autre cas, ce sont en effet des raisons identiques qui écartent la masse des petits épargnants. On doit même souligner que certains de ces inconvénients sont plus marqués pour les titres émis par une société en formation, car ces derniers sont en général peu connus, difficilement négociables, d'un rapport incertain ou différé, etc...

Par ailleurs, de même que pour les titres déjà émis, on

conçoit l'existence de sociétés réalisant à la fois le financement et le contrôle de titres en cours d'émission.

Il nous suffira donc d'insister, dans les développements qui vont suivre, sur les circonstances qui provoquent la création de valeurs nouvelles pour lesquelles, étant donné leur nature, il apparaît indispensable d'utiliser des sociétés de financement.

Il importe de distinguer, parmi ces sociétés de financement, celles pour lesquelles le financement n'est qu'un accessoire de leur activité et celles qui consacrent au financement la totalité de leurs ressources.

*
* *

1° SOCIÉTÉS POUR LESQUELLES LE FINANCEMENT N'EST QU'UNE ACTIVITÉ ACCESSOIRE

De telles sociétés ne se livrent au financement de titres nouveaux que dans la mesure où la création de ces titres présente un intérêt pour leur activité principale.

Or il existe des branches d'activité économique dans lesquelles l'institution d'organismes nouveaux, qui seront de futurs fournisseurs ou clients, est une des conditions essentielles du maintien régulier de l'activité de la société-mère. En conséquence cette dernière souscrit aux titres de ses filiales et les conserve en portefeuille, en totalité ou en partie, selon le degré d'influence qu'elle veut avoir sur ses filiales et selon les facilités de répartition des titres dans le public. Elle joue alors, dans une certaine proportion, le rôle d'une société de financement, puisqu'elle utilise les fonds versés par ses propres actionnaires pour financer des titres qui figurent dans son actif.

En pratique, les sociétés qui utilisent le plus fréquemment ce procédé de financement sont les banques et les sociétés de production.

* * *

A. — Banques

Les banques ont intérêt, à divers points de vue, à financer de nouveaux titres en les classant dans leur portefeuille.

Les nouvelles sociétés ainsi soumises à leur influence sont en effet susceptibles d'apporter un aliment intéressant à leur activité.

La banque effectue le service financier des titres de ses filiales : paiement des coupons, remboursement des titres amortis, recoupponnements, contentieux-titres (immatriculations, conversions, transferts...), paiement des taxes sur les valeurs mobilières, etc... Toutes ces opérations procurent à la banque une rémunération consistant soit dans une commission, soit dans un prix de revient forfaitaire ; par ailleurs elle bénéficie des sommes déposées par la filiale à titre de provision pour le paiement des coupons.

D'autre part, la banque reçoit les fonds disponibles que possèdent ses filiales et leur consent les avances dont elles ont besoin. Elle joue ainsi un rôle centralisateur et profite de la différence d'intérêt entre le taux de ses dépôts et celui de ses prêts.

Par ailleurs, c'est elle qui se trouve le plus souvent chargée des émissions de titres effectuées par la société filiale ; elle dirige le syndicat d'émission qu'elle a le cas échéant créé à cet effet.

En outre, étant donné son expérience en ce genre d'affai-

res, c'est elle qui est chargée des missions de contrôle et des réorganisations qui peuvent se présenter au cours de l'existence d'une société filiale. Ces opérations sont généralement profitables pour la banque qui les dirige.

Enfin, par l'intermédiaire des filiales qu'elle crée et contrôle, la banque s'assure une influence sur les groupes économiques en relations avec ses filiales, ce qui lui facilite l'expansion de ses moyens d'action et l'augmentation de ses profits.

Parfois, le financement effectué par la banque ne se présente que comme une opération à durée limitée. Il se peut en effet que la banque ne recherche pas les avantages résultant d'une influence permanente sur une filiale, mais qu'elle se propose uniquement de contribuer au développement d'une jeune affaire afin de pouvoir revendre ses titres avec bénéfice le jour où ceux-ci feront apparaître une plus-value suffisante.

Le rôle de financement des titres nouveaux a été diversement compris et réalisé par les banques des différents pays.

*

En Allemagne, le développement rapide de l'activité industrielle a amené les banques à commanditer fortement l'industrie nationale. C'est ainsi que les banques ont presque toutes d'importantes participations de titres souscrits soit à la création des sociétés, soit à l'occasion de leurs augmentations de capital. Nulle part l'union de la banque et de l'industrie et le financement des titres industriels par les banques n'ont été poussés à un degré plus élevé. Cette politique poursuivie systématiquement par les plus gros établissements

de crédit allemands présente l'avantage d'associer directement la multitude des petits déposants à l'œuvre du développement de l'outillage économique. Par contre, elle offre l'inconvénient, sensible surtout aux périodes de crises, d'employer dans des immobilisations difficiles à réaliser des capitaux qui, d'après leur nature, devraient plutôt être utilisés dans des opérations de courte durée.

En Angleterre, les particularités de la législation relative aux sociétés ont permis d'éviter, dans une certaine mesure, l'emploi des sociétés de financement de titres nouveaux. En effet d'après la loi anglaise (1) pour qu'une société par actions (2) ait une existence juridique, il n'est pas nécessaire que son capital soit entièrement souscrit, ni qu'un versement, même partiel, ait été effectué par les actionnaires. Il suffit que les statuts soient déposés à un bureau spécial chargé de l'enregistrement des sociétés. A la suite de ce dépôt, qui doit être accompagné d'une déclaration solennelle effectuée par un représentant qualifié, le receveur délivre un certificat d'incorporation, qui confère à la société sa capacité juridique.

Les sociétés anglaises ne sont donc pas obligées de faire appel, dès leur création, à la totalité des capitaux dont elles pensent avoir besoin. Leur capital « autorisé » est fréquemment de beaucoup supérieur à leur capital « émis ».

Par suite, l'émission de leur capital n'a pas à être couverte en une seule opération, du succès de laquelle dépend

(1) « The Companies Act », (7 Aout 1862), et les lois subséquentes.

(2) « Société par actions à responsabilité limitée » (limited).

l'existence même de la société. Il leur est loisible d'émettre leur capital par tranches successives, en tenant compte de leurs besoins et des possibilités du marché des capitaux.

On conçoit donc que la souplesse de ce régime légal (1) diminue le nombre des cas dans lesquels l'intervention d'une société de financement est nécessaire ; par suite, les banques anglaises ont été moins sollicitées que celles des autres pays de financer des titres nouveaux. Les établissements de crédit les plus importants, les « joint stock banks », se sont plus particulièrement consacrés aux opérations de banque pure : dépôts, escompte, émissions, etc... Pourtant, depuis la guerre, ces banques paraissent s'écarter dans une certaine mesure de cette ligne de conduite ; on peut en effet constater qu'elles s'intéressent plus directement au financement des valeurs mobilières, car elles détiennent des titres plus nombreux dans leur portefeuille.

En France, l'organisation de l'activité bancaire aboutit à réserver à une catégorie particulière de banques le financement des titres nouveaux. Un des traits caractéristiques de notre organisation financière est en effet la distinction très nette entre les « banques de dépôts et d'escompte » et les « banques d'affaires ».

Les premières tirent la grande majorité de leurs ressources des dépôts effectués par de nombreux clients. La plupart de ces dépôts étant exigibles « à vue », il est indispensable

(1) Le système anglo-saxon a été désigné par les auteurs allemands sous l'expression de « fondation successive » (Successivgründung), par opposition aux régimes français et allemand de « fondation instantanée » (Simultangründung).

de n'employer ces fonds qu'à des opérations de courte durée. L'escompte d'effets de commerce constitue le type le plus parfait de ces opérations, étant donné la proximité de l'échéance et les facilités de réescompte à la banque centrale. Par suite, les opérations de titres pratiquées par ces banques ne sont que des opérations d'intermédiaire (placement, vente, achat, encaissement des coupons...), ne nécessitant aucune immobilisation de fonds. Si ces banques détiennent néanmoins une certaine quantité de valeurs en portefeuille, l'importance en est très réduite par rapport à l'ensemble de leur actif. Elles constituent d'autre part l'emploi de ressources autres que celles provenant des dépôts, telles que le capital et les réserves de l'entreprise ; mais ces ressources sont en général absorbées dans une proportion assez élevée par les nombreuses immobilisations qu'exige la création d'un réseau de succursales multiples.

Au contraire, les « banques d'affaires », dont l'activité s'exerce par l'intermédiaire d'un nombre restreint de guichets, peuvent consacrer la majorité de leurs ressources permanentes à la détention prolongée de titres qu'elles mettent en portefeuille (1). Elles appellent toujours la totalité de leur capital et constituent de fortes réserves. Elles se spécialisent en fait dans les émissions de titres nouveaux, à l'occa-

(1) Bilan de la « Banque de Paris et des Pays Bas » (1926).

Actif : Portefeuille-titres : 209 millions.
Participations diverses : 78 millions.
au total : 287 millions.

Passif : Capital : 200 millions.
Réserves : 144 millions.
au total : 344 millions.

Le portefeuille (titres et participations) représente 70 à 100 % des ressources propres (capital et réserves) ; il augmente progressivement jusqu'à ce qu'une augmentation de capital le ramène à un niveau inférieur ; il reprend ensuite sa marche ascendante (Baldy, op. cit., ch. IV.)

sion desquelles elles financent elles-mêmes des quantités importantes de valeurs mobilières.

Ces immobilisations en titres sont constituées le plus souvent par les « paquets de contrôle ». Le rôle de financement de la banque d'affaires à l'égard des sociétés qu'elle contrôle ne se manifeste d'ailleurs pas uniquement par la souscription aux émissions de ces sociétés. Indépendamment de ses fonds personnels, la banque d'affaires dispose en effet d'autres ressources : les « comptes-courants » qui figurent à son passif représentent des fonds qui lui sont confiés par des tiers ; mais ces fonds ne sont pas, comme ceux des banques de dépôts, exigibles à vue ; ils ne proviennent pas, d'autre part, d'une grande quantité de petits déposants ; ils sont au contraire le plus souvent représentés par des « dépôts à échéance » et sont confiés à la banque soit par quelques gros clients connus, soit par des filiales plaçant le surplus de leurs disponibilités. L'origine et le caractère de ces dépôts permettent à la banque d'affaires d'en envisager l'emploi à des opérations qui entraînent une certaine indisponibilité. En fait, la banque les utilise à des avances consenties aux sociétés contrôlées. Lorsque de telles avances sont renouvelées, elles sont souvent le prélude d'une augmentation de capital ou d'une émission d'obligations. Le financement par ouvertures de crédit vient donc compléter le financement par souscriptions de titres.

Parmi les titres financés par une banque d'affaires figurent parfois des « queues d'émission » ; ce sont les valeurs que la banque a dû garder en exécution des engagements pris par elle dans des syndicats d'émission, lorsque le public épargnant n'a pas absorbé la totalité des titres qui lui étaient offerts. De tels titres, que l'on trouve également dans le

portefeuille des banques de dépôts, sont vendus par la banque dès que le marché le permet.

Les portefeuilles des banques d'affaires contiennent enfin des titres qui ne constituent qu'un placement temporaire, destiné à être écoulé dans le public dès que la hausse espérée se sera produite.

S'il existe une différence très marquée entre la banque de dépôts et la banque d'affaires, on doit pourtant noter que les caractères particuliers du financement des titres nouveaux ont amené la banque d'affaires à entretenir des relations avec la banque de dépôts et même à consacrer une partie de ses ressources aux opérations normalement traitées par cette dernière.

Il est évident, tout d'abord, que la banque d'affaires ne peut songer à absorber toutes les émissions qui lui sont proposées soit par sa clientèle soit par les financiers qui figurent dans son Conseil d'Administration. Ses ressources personnelles et les fonds dont disposent ses relations d'affaires ne sauraient suffire à cet égard ; dès qu'il s'agit d'une émission importante, l'appel au public devient indispensable ; c'est alors qu'intervient nécessairement la banque de dépôts, qui met au service de la banque d'affaires ses guichets nombreux et sa grande puissance de placement. Le financement des titres nouveaux se réalise donc, en pratique, grâce à une entente entre banques d'affaires et banques de dépôts (1) ; les unes et les autres tirent de cette opération les avantages correspondant à la nature spéciale de leur activité.

D'autre part, si le financement de titres réalisé par la

(1) Voir à cet égard les indications données plus haut (p. 76, note 1) au sujet du « jumelage » entre ces deux catégories de banques.

banque d'affaires lui procure en temps normal de substantiels bénéfices, il devient en temps de crise une source d'inquiétudes et parfois même de pertes. C'est ainsi que la « Banque de l'Union Parisienne » a subi, par suite de la guerre de 1914, des pertes importantes sur son Portefeuille. Celui-ci, qui était évalué environ 80 millions avant la guerre, s'est en effet trouvé considérablement déprécié. On lit dans le Rapport du 29 Mai 1915 :

« Notre société étant, comme vous le savez, une Banque
« d'affaires dont l'activité s'est portée plus spécialement sur
« la création ou le développement de sociétés financières,
« commerciales et industrielles, elle a dû, pour maintenir
« son contrôle et son influence dans ces sociétés, mettre dans
« son portefeuille un chiffre important de leurs titres. Or les
« événements ayant amené, même sur les meilleures valeurs,
« de fortes dépréciations, il en est résulté au 31 Décembre,
« tant sur ces titres que sur les participations financières
« et les changes, une moins value que nous avons évaluée à
« 20 millions environ. C'est pour la compenser dans notre
« actif que nous vous proposons d'affecter l'intégralité du
« compte de Profits et Pertes à des amortissements du porte-
« feuille et de constituer une provision de onze millions par
« un prélèvement sur la réserve spéciale... »

D'autres amortissements et provisions furent encore constitués dans les exercices suivants et, dans l'ensemble, on peut dire que la perte subie par cette banque sur les titres financés par elle s'est élevée à plus du quart de la valeur de ces titres.

Afin de diminuer les conséquences des périodes de crise et d'assurer à leurs dividendes une stabilité plus complète,

les banques d'affaires s'efforcent depuis plusieurs années de développer, à côté de leurs opérations de financement, les opérations de banque pure. Celles-ci procurent en effet des profits moins élevés mais plus constants. Les derniers Rapports de la « Banque de Paris et des Pays-Bas » et de la « Banque de l'Union Parisienne » notent avec intérêt depuis la guerre l'extension prise par leurs services de banque proprement dits. Il faut néanmoins souligner que ces opérations ne comportent pas des relations avec une multitude de petits clients, mais sont au contraire traitées dans un cercle assez restreint (1). La « Banque de l'Union Parisienne » par exemple a développé ses opérations de banque pure avec les vieilles maisons de banque parisiennes qui l'ont constituée et avec les banques d'outremer dont elle est le correspondant (1).

Quoiqu'il en soit, l'expérience des banques françaises spécialisées dans les questions de financement de titres nouveaux les amène en définitive à se garantir contre les risques assez importants résultant de cette activité.

Dans un ordre d'idées analogue, les profits qu'une banque d'affaires réalise grâce à des opérations de banque pure lui permettent de distribuer des dividendes avant que les titres qu'elle a financés soient entrés dans la période de rendement. Cet avantage a été par exemple très utile à la « Société financière française et coloniale », fondée en 1920, qui a consacré aussitôt la majeure partie de ses ressources au financement de titres nouveaux et par suite non encore productifs.

(1) Baldy, *op. cit.*, pages 140 et suiv.

De façon générale, quelles que soient les modalités propres à l'organisation de chaque nation, le financement de titres réalisé par les banques présente trois caractères principaux :

1° Tout d'abord il s'applique à des titres de toute espèce : les banques détiennent aussi bien des titres d'Etats, de villes, que des titres de sociétés privées (1) ; en ce qui concerne ces dernières, les banques s'intéressent à toute catégorie d'activité commerciale, industrielle, financière, etc... La spécialisation qui, en fait, apparaît parfois dans le portefeuille d'une banque n'est que le résultat de circonstances particulières au premier rang desquelles il faut placer les relations personnelles de leurs dirigeants. Mais il n'en subsiste pas moins que l'activité de financement des banques est théoriquement très générale.

2° D'autre part, dès qu'une banque s'occupe du financement de titres étrangers, ces participations prennent aussitôt une allure caractéristique.

Il importe tout d'abord que la banque soit représentée dans le pays étranger par un correspondant banquier, qui sera en contact direct avec l'activité locale. Lorsqu'il s'agit d'un pays neuf où l'organisation bancaire est encore à créer, la banque fonde une filiale dont elle détient le contrôle (2).

Elle s'efforce en outre de prendre pied dans un pays neuf par le financement des emprunts gouvernementaux. Cette politique lui permet d'entretenir avec les autorités du pays

(1) La « Banque de Paris et des Pays-Bas » indique que son portefeuille-titres était en 1926 composé de 19 fonds d'Etat et de 460 espèces d'actions ou obligations.

(2) En ce qui concerne les banques ainsi créées à l'étranger par la « Banque de Paris et des Pays Bas » et la « Banque de l'Union Parisienne », voir les précisions données par Baldy, op. cit., ch. V.

des relations cordiales, qu'elle utilisera par la suite pour obtenir les concessions de grands travaux (1).

La mise en valeur d'un pays non encore développé se manifeste en effet par la création de sociétés de crédit foncier et de travaux publics ; l'équipement économique du pays (chemins de fer, ports, canaux, eau, gaz, électricité...) donne lieu à la fondation sous l'égide de la banque d'une série de sociétés nouvelles dont elle finance les titres dans la mesure où elle les conserve en portefeuille.

Le financement des affaires industrielles et commerciales sera l'étape suivante dans l'activité de la banque.

En définitive, le portefeuille des titres étrangers financés par une banque procède généralement d'une idée d'ensemble et sa composition répond au degré de développement du pays envisagé.

3° D'un autre côté, si la banque accepte d'immobiliser pour une certaine durée, parfois assez considérable, une partie de ses ressources dans le financement de titres nouveaux, elle n'envisage jamais la possibilité de laisser indéfiniment ses fonds dans les titres ainsi souscrits. Comme on l'a fait remarquer à propos des banques françaises :

« L'immobilisation définitive ou à très long terme de ses capitaux sous forme de valeurs mobilières n'est nullement le but de la banque d'affaires ; elle absorberait ses ressources ». (2)

(1) L'exemple de la « Banque de Paris et des Pays Bas » au Maroc est typique à cet égard :

Prêt au sultan en 1903 ; financement et émission des emprunts 1904-1910-1914-1918 ; place prépondérante dans les entreprises s'occupant du développement général du Maroc (voir Baldy).

(2) Baldy, op. cit., ch. IV.

La banque recherche toujours une libération de ses fonds et les portefeuilles des banques d'affaires subissent des variations assez considérables ; en particulier, la banque s'efforce de vendre les titres « arrivés » et de réaliser ainsi un bénéfice en capital ; elle profite du « classement » acquis par un titre pour diminuer sa participation ; elle abandonne les participations improductives ; elle place dans de nouvelles affaires les fonds ainsi récupérés. Le degré de rotation des capitaux employés au financement de titres est très variable ; quoi qu'il en soit, les banques se différencient nettement à cet égard, ainsi que nous le verrons ci-après, des sociétés spéciales qui pratiquent le financement à très long terme.

* *

B. — *Sociétés de production*

Lorsqu'une société produit un objet matériel susceptible d'être mis dans le commerce ou rend un service que le monde des affaires est disposé à rémunérer, elle a tout intérêt à voir se développer le nombre de ses fournisseurs et de ses clients. Il se peut que l'évolution normale de l'activité économique ne lui assure pas les matériaux ou les débouchés nécessaires. Elle s'efforce alors de créer les organismes capables de remplir ces rôles ; elle est ainsi amenée à compléter son activité essentielle par l'organisation de nouvelles sociétés.

La création de telles filiales se présente même comme une nécessité vitale dans certaines industries. Une industrie nouvelle, dont le produit n'est pas encore utilisé par la masse du grand public, se doit de créer des sociétés qui en vulga-

risent et en facilitent l'emploi. Dès qu'une industrie nécessite de fortes immobilisations, le problème des débouchés prend une importance primordiale et sa solution est grandement facilitée par la création de sociétés capables d'absorber la production de cette industrie. Enfin d'une manière générale, toute industrie qui se développe cherche à réduire son prix de revient par une production en grande série ; une telle organisation n'est parfois possible que si des filiales assurent un accroissement de la demande correspondant à celui de la production.

Les titres des sociétés filiales de cette catégorie présentent en général des caractères qui, pour des raisons que nous avons signalées plus haut, écartent la masse des épargnants. La société-mère est donc contrainte de les conserver dans son portefeuille et de jouer à leur égard un rôle de financement.

D'autre part, afin que l'activité de la filiale soit réservée à la société-mère, il importe que cette dernière détienne un nombre de titres suffisant pour exercer son contrôle.

Ces raisons expliquent que l'actif de nombreuses sociétés industrielles comprenne d'assez grandes quantités de titres auxquels elles ont souscrits.

*

L'industrie électrique est une des branches d'activité où l'on a vu le plus de sociétés d'exploitation s'intéresser au financement de nouvelles sociétés industrielles.

Dès le début des applications industrielles de l'électricité, le rôle de financement a été tenu par les sociétés de fabrication de matériel électrique. Les produits sortant de leurs

usines ne pouvaient pas trouver d'acquéreurs tant que l'électricité n'était pas mise à la disposition du grand public. Elles s'occupèrent donc de créer des sociétés locales de production (stations centrales, usines thermiques, usines hydrauliques) et de distribution de courant. Les titres de ces nouvelles sociétés restèrent, faute de marché, entre les mains des sociétés-mères.

Au bout d'un certain temps, celles-ci eurent immobilisé de la sorte des fonds importants dans leur portefeuille-titres. C'est alors qu'elles cherchèrent à se dégager en créant, comme nous l'avons vu ci-dessus, des sociétés de reprise de titres.

Par la suite, lorsque le développement de l'électricité se fut généralisé, la participation des sociétés industrielles à de nouvelles entreprises a cessé d'être une condition des commandes. Aussi voit-on ces sociétés réduire leurs participations dans les entreprises de distribution d'électricité ; en revanche elles développent de plus en plus leurs fabrications.

Cette évolution apparaît très nettement dans la constitution du portefeuille de la « Compagnie Générale d'Electricité » fondée en 1898. Cette société, spécialisée dans la fabrication de l'outillage électrique, s'occupa tout d'abord de financer de nombreuses affaires locales de production et distribution de courant, dont les commandes vinrent alimenter ses usines. Après la vulgarisation de l'électricité, elle voulut réduire les capitaux investis dans des titres de cette nature : en 1923-24 elle a, dans ce but, fondé la « Société provinciale d'électricité », à laquelle elle a apporté ses participations de deuxième ordre, ses titres d'importance moyenne. Par contre elle ne cesse actuellement de perfectionner sa fabrication et, dans ce but, finance les nouveaux titres de nombreuses

sociétés industrielles destinées à lui procurer les matériaux bruts ou semi-ouvrés dont elle a besoin (céramique, fil, câbles, caoutchouc, etc...).

Depuis que l'électricité est devenue d'un emploi journalier pour la lumière et la force, la production du courant électrique se trouve parfois inférieure aux besoins croissants de la consommation. Lorsque de nouvelles applications nécessitent l'installation de sources d'énergie toujours plus importantes, les consommateurs de courant eux-mêmes financent les titres des sociétés fondées dans ce but.

C'est ainsi que l'« Union Hydroélectrique » a été fondée pour l'équipement de l'usine électrique d'Eguzon par deux très importants consommateurs d'électricité : les titres de cette société ont été en effet souscrits par l'« Union d'électricité », chargée de l'approvisionnement de la région parisienne et les « Chemins de fer de Paris à Orléans », qui réalisent l'électrification de leur réseau.

On conçoit d'autre part que des producteurs d'énergie électrique financent des sociétés d'utilisation de l'électricité. La « Société Lorraine Minière et Métallurgique » signale dans son rapport de 1922 :

« La construction d'une nouvelle centrale électrique, qui
« permettra l'utilisation complète des gaz de hauts-fourneaux
« est en voie d'achèvement ; la vente de l'énergie disponible
« sera facilement assurée par les participations que la So-
« ciété a prises dans la « Société électrique de la sidérurgie
« lorraine » et la « Société d'électricité et de gaz de Basse-
« Moselle ».

Ces deux sociétés ont été fondées par la « Société Lorraine » en collaboration avec d'autres entreprises métallur-

giques. La première possède un réseau qui permet le transport à grande distance de l'énergie électrique ; la seconde en assure pour partie l'absorption sur place, car elle a été déclarée adjudicataire d'un réseau local de tramways et de distribution de courant.

En somme, le développement rapide de l'électricité a donné lieu à de nombreux financements de titres nouveaux de la part des sociétés qui y trouvaient leur intérêt ; selon les circonstances, ce financement a été réalisé par des entreprises de fabrication de matériel, de production, de transport ou d'utilisation de courant.

*

L'industrie métallurgique, dont le fonctionnement régulier réclame des commandes assurées, finance fréquemment de nouvelles sociétés susceptibles d'absorber ses produits.

La grosse métallurgie crée en particulier des sociétés destinées à utiliser les produits bruts sortant de ses usines.

Les « Etablissements Schneider » détiennent ainsi, à côté de participations dans des sociétés déjà existantes, des titres de nombreuses sociétés à la création desquelles ils ont participé ; celles-ci sont en général des entreprises de fabrications métalliques, qui transforment en produits finis la fonte et l'acier qu'elles achètent à la société-mère.

D'autre part, les sociétés métallurgiques qui n'ont pu s'assurer, soit par des concessions immobilières, soit par des participations de titres un approvisionnement suffisant en minerai ou charbon n'hésitent pas à fonder des filiales destinées à mettre des mines en exploitation.

La « Société Lorraine, minière et métallurgique », de fon-

dation récente (1919), a immédiatement créé deux sociétés de charbonnages en vue d'assurer dans l'avenir ses approvisionnements en combustible.

Les entreprises allemandes s'occupant de construction de matériel roulant ont, nous l'avons vu, assuré le développement de leur industrie en finançant de nouvelles sociétés de chemins de fer et tramways. Elles furent d'ailleurs souvent contraintes de recourir à des sociétés de reprise, de façon à conserver leurs capitaux pour leur exploitation industrielle.

* *

G. — *Union des banques et sociétés de production
en vue du financement*

Les banques et les sociétés de production ont de nombreux intérêts communs et travaillent, le plus souvent, de concert. D'autre part, les unes et les autres trouvent des avantages substantiels à financer de nouvelles sociétés. Il est donc naturel qu'elles s'entendent pour effectuer en commun ce rôle de financement.

En fait, les sociétés de production ont presque toujours recours à l'aide de leurs banquiers dès qu'il s'agit d'un financement important. La société de production apporte son expérience technique, ses procédés, ses produits. La banque apporte son expérience financière et ses fonds ; elle est d'autre part susceptible, de par ses relations, de faciliter le cas échéant la création d'une société de reprise ou même l'écoulement des titres dans le public ; le souci de liquidité qu'elle ne perd jamais de vue ne peut qu'être agréable à la société de production qui, de son côté, cherche à consacrer la plus

grande partie de ses capitaux à son exploitation propre.

Dans tous les domaines où l'activité de financement intervient : chemins de fer, électricité, métallurgie, etc..., l'union de la banque et de la société de production permet de répartir les charges du financement.

Nous citerons l'exemple de la « Banque de l'Union Parisienne », qui a partie liée avec l'industrie métallurgique française et qui s'est associée avec elle pour la fondation de nombreuses sociétés utilisant les produits de cette industrie. En collaboration avec les « Etablissements Schneider », elle a créé et finance en partie, des usines de munitions, d'armement, de constructions navales. Ces deux maisons ont en particulier fondé après la guerre l' « Union Européenne industrielle et financière », qui détient le contrôle d'importantes sociétés métallurgiques et bancaires de Bohême, d'Autriche et de Hongrie.

*
*
*

2° SOCIÉTÉS CONSACRANT TOUTE LEUR ACTIVITÉ AU FINANCEMENT

L'existence de sociétés spéciales, dont le but exclusif est de financer des titres nouveaux, s'explique de deux façons.

Ou bien il s'agit d'une société qui modifie son activité et consacre désormais toutes ses ressources au financement ; ou bien c'est une entreprise intéressée de façon accessoire aux questions de financement qui, dans un but de spécialisation du travail, confie à un organisme distinct l'étude de ces questions.

*
*

A. — Les sociétés de la première catégorie proviennent de la *transformation de sociétés de placement* en sociétés de financement.

On conçoit qu'une société de placement puisse être tentée de financer une entreprise nouvelle, dans la mesure où les titres de cette société constituent un placement avantageux. Un titre s'acquiert en effet, au moment de sa création, meilleur marché qu'à une époque ultérieure ; car lorsque ses qualités de titre de placement se sont révélées à l'expérience et sont connues du grand public, son cours en bourse ne fait plus apparaître qu'un taux de capitalisation faiblement rémunérateur.

Néanmoins une société de placement ne doit consacrer au financement qu'une proportion restreinte de ses capitaux. Un titre qui vient d'être créé ne présente pas, de façon générale, les caractères de stabilité et de rapport qui assurent la valeur du portefeuille d'une société de placement.

En fait, il est extrêmement rare de voir une société de placement qui réussisse à limiter son activité de financement. Le plus souvent, lorsqu'une société de placement accepte de se livrer, même pour une part très réduite, au financement de titres nouveaux, c'est que ses dirigeants sont disposés à courir des risques spéculatifs. D'autre part, le financement de titres nouveaux suppose généralement une entente avec un groupe industriel, qui cherche à accroître son influence et à utiliser la société de placement pour la création exclusive des sociétés auxquelles il s'intéresse.

Pour ces raisons, les sociétés de placement qui se livrent au financement perdent rapidement leur caractère de sociétés de placement et deviennent de pures sociétés de financement.

Cette évolution a été constatée récemment chez plusieurs « Investment trusts » anglais qui, en définitive, sont actuellement en union étroite avec une industrie déterminée (mines, pétrole, caoutchouc...), pour le compte de laquelle ils créent et développent des affaires nouvelles.

Leur activité de financement est d'ailleurs intimement liée à un but de spéculation rapide sur les titres de leur portefeuille.

On peut se demander si les « Investment trusts » américains, qui n'ont pas derrière eux la longue expérience des organismes similaires anglais et qui parfois investissent assez facilement leurs fonds à l'étranger dans des entreprises nouvelles, ne ressentiront pas un jour ou l'autre les conséquences d'une politique qui sort des règles strictes du placement.

De toute façon, il est évident que si une société de placement se consacre au financement de titres nouveaux, les épargnants qui détiennent les valeurs de cette société courent des risques qu'ils n'avaient pas prévus.

* *

B. — Les sociétés qui, telles que les *banques* ou les *sociétés de production*, sont tenues de consacrer une partie de leur activité au financement de titres nouveaux, cherchent souvent à se décharger de ce souci sur une société filiale créée dans ce but particulier. Le financement par la société-mère présente en effet pour elle, ainsi que nous l'avons indiqué ci-dessus, des inconvénients qui provoquent fréquemment la création de sociétés de reprise de titres. Plutôt que d'attendre ces difficultés, certaines sociétés fondent immé-

diatement un organisme spécialisé dans le financement de titres nouveaux.

Ce rôle peut d'ailleurs, en pratique, être confié à une société déjà existante et déjà spécialisée dans les opérations de financement : c'est ainsi que beaucoup de sociétés-mères utilisent leurs « sociétés de reprise » pour le financement de titres nouveaux.

De telles sociétés étaient relativement peu fréquentes en France avant la guerre. Le développement industriel de notre pays n'était pas suffisamment important pour nécessiter l'investissement de capitaux importants dans de nombreuses entreprises nouvelles. Par suite, la création de sociétés spéciales de financement ne se faisait pas sentir comme un besoin indispensable. Ce rôle était tenu par les banques d'affaires, dans la mesure où elles augmentaient leur portefeuille. D'autre part, la capacité de placement du marché français permettait à ces banques d'écouler directement dans le public les titres dont le placement s'imposait. Enfin le public épargnant français était surtout attiré par des valeurs à revenu fixe, fonds d'Etat et obligations, pour lesquelles on ne conçoit guère l'utilité de sociétés de financement. Dans la période d'après guerre, le renouveau d'activité économique qui s'est manifesté en France a provoqué la création de quelques sociétés de cette catégorie.

Dans d'autres pays, où le développement rapide de l'industrie a contraint les hommes d'affaires à employer tous les moyens de faire appel aux capitaux, la société spéciale de financement a été largement utilisée pour les titres nouveaux. Son usage a été particulièrement intensif aux Etats-Unis et en Allemagne.

*

Les premières sociétés de financement pour titres nouveaux ont été créées par des sociétés de production.

La plus ancienne société de financement de l'*industrie électrique*, la « Société pour entreprises électriques » (1) a été fondée en 1894 par un groupe allemand de constructions électriques, en accord avec les banques qui le soutenaient. Les principales sociétés allemandes de cette branche d'activité suivirent cet exemple (2). Beaucoup de sociétés ainsi créées ne conservèrent d'ailleurs pas le caractère de pures sociétés de financement de titres nouveaux. Certaines d'entre elles jouèrent en même temps le rôle de sociétés de reprise de titres et même de sociétés d'exploitation. Au moment de la crise de 1900 plusieurs de ces sociétés se trouvèrent dans une situation embarrassée, car elles avaient été chargées par les sociétés-mères des engagements les moins avantageux et des titres des sociétés les plus nouvellement créées. Certaines d'entre elles furent même à cette occasion rachetées à bon compte par les sociétés-mères avec les gros bénéfices réalisés par celles-ci sur la vente du matériel électrique.

Les grands « Trusts » de titres d'électricité, tels que la

(1) « Gesellschaft für elektrische Unternehmungen » fondée par « Ludwig Lowe & Co. ».

(2) L'« Allgemeine Elektrizitäts Gesellschaft (A. E. G.) » fondée avec la « Deutsche Bank » et la « Schweizerische Kreditanstalt », la « Banque pour entreprises électriques » (« Bank für elektrische Unternehmungen »). Le siège social de cette société de financement est fixé à Zurich, de façon à pouvoir profiter des facilités de la législation suisse en matière de bilans.

Le groupe « Schuckert » (fusionné en 1903 avec le groupe « Siemens ») fonde en 1895 la « Société continentale pour entreprises électriques » (« Kontinentale Gesellschaft für elektrische Unternehmungen »), qui se consacre principalement au financement de sociétés étrangères.

Le groupe « Siemens & Halske » fonde en 1896 avec des banques de Bâle la « Société Suisse pour l'industrie électrique » (« Schweizerische Gesellschaft für elektrische Industrie »).

« Sofina » souscrivent également aux nouvelles émissions.

En France, on peut citer l'exemple de la « Société Centrale pour l'Industrie électrique » fondée en 1909 par un important consortium de sociétés de production, banques d'affaires et sociétés de titres (1). Elle a pour but à la fois de prendre des participations dans des sociétés existantes et de s'intéresser à la création de nouvelles sociétés.

La « Financière électrique » fondée en 1925 par la « Thomson-Houston » a reçu, dès l'origine, une double mission : tout d'abord elle a acquis certaines participations de la société-mère ; en outre elle est destinée à financer les entreprises nouvelles susceptibles de fournir des commandes à la société-mère, et plus particulièrement les sociétés qui se spécialisent dans l'équipement électrique des chutes d'eau.

Dans le domaine de la *construction mécanique*, les sociétés allemandes de reprise de titres se sont presque toutes consacrées au financement de titres nouveaux.

De même en matière de *tramways* beaucoup des sociétés belges fondées à l'origine pour débarrasser les constructeurs des titres qu'ils détenaient, affectent chaque année une partie de leurs ressources au financement de nouvelles sociétés.

*

Les banques fondent également, pour leur compte personnel, des sociétés de financement.

Les banques françaises ont tendance sur ce point, dès

(1) Ont participé à la création de cette société : la Cie Thomson-Houston », la « Société Générale », le « Comptoir National d'Escompte », la « Banque de Paris et des Pays-Bas », la « Banque de l'Union Parisienne », la « Sofina », la « Banque pour entreprises électriques », la « Société pour entreprises électriques ».

qu'il s'agit de financement hors de France, à créer une société de financement par pays. Le type le plus parfait de ces sociétés est la « Cie Générale du Maroc », fondée dès 1912 par la « Banque de Paris et des Pays-Bas » pour assurer le développement de son action au Maroc. La « Cie Générale du Maroc » a utilisé son capital (20 millions d'actions et 10 millions d'obligations) à la création de très nombreuses sociétés marocaines ; le portefeuille de 30 millions qu'elle possède comprend des titres des plus importantes sociétés établies au Maroc, depuis l'installation du Protectorat français, pour la mise en valeur de ce pays resté, jusqu'à notre siècle, en dehors du développement économique du monde occidental. Une telle société constitue à la fois un organe de financement et un centre de renseignements et d'influence au profit de la société-mère.

Dans le même ordre d'idées, on peut signaler la « Compagnie Marocaine », la « Société Financière et Commerciale franco-brésilienne », fondées par la « Banque de l'Union Parisienne ».

On trouve cependant des sociétés de financement créées par nos banques d'affaires et dont l'objet est limité, non pas à un pays, mais à une branche d'activité déterminée : telles sont la « Société générale électrique et industrielle », la « Société financière des caoutchoucs », la « Société parisienne pour l'industrie des chemins de fer et tramways électriques » (1).

Depuis la guerre les banques d'affaires ont collaboré activement avec d'autres entreprises à la création de sociétés de financement dont l'objet est très étendu. Nous citerons la

(1) En accord avec le groupe Empain.

« Cie Générale des Colonies » (principales banques et entreprises coloniales), la « Société pour l'exploitation des pétroles » (Banque de l'Union Parisienne, Royal Dutch et principales maisons françaises de pétrole), la « Cie française du Levant » (Banque de l'Union Parisienne, Schneider, Messageries Maritimes).

•

Aux Etats-Unis, des sociétés de titres se sont formées depuis la guerre pour permettre aux capitalistes américains de financer de nouvelles émissions des sociétés européennes.

Elles se spécialisent fréquemment par nation ou par activité économique.

Par exemple, la « German Credit and Investment Corporation » a été fondée :

« En vue de fournir aux capitalistes des Etats-Unis le
« moyen de participer à des placements et emprunts en
« Allemagne, en Europe Centrale et ailleurs. Les demandes
« de capitaux, actuellement (1925) très nombreuses, de la
« part de sociétés industrielles dont les besoins individuels
« sont limités à des sommes relativement faibles, qui
« ne peuvent donc être introduites sur le marché, offrent
« des occasions intéressantes pour l'emploi des capitaux
« étrangers ».

Bien que la notice ci-dessus fasse valoir les avantages de ses titres au point de vue placement, cette société a cependant été conçue comme une société de financement. Sa création a été provoquée par les besoins d'argent des entreprises allemandes ; parmi les organisateurs figurent des banques allemandes et leurs correspondants américains ; son Président est un allemand, également Président d'une

société allemande de prêts et placements, dont les bons offices sont acquis au nouvel organisme. Toutefois les capitalistes américains engagés dans cette société de titres verront leurs intérêts défendus par un Conseil d'Administration dont la majorité sera formée de citoyens des Etats-Unis.

Comme société de financement d'une branche déterminée de l'activité économique on peut citer le cas de l' « International Powers Securities Corporation ». Cette société a été fondée en 1923 par un consortium de banques américaines et de sociétés d'éclairage et force motrice. Elle a pour but d'émettre dans le public américain des obligations dont le produit est prêté à des entreprises européennes de gaz ou d'électricité ; elle se fait remettre par ces entreprises européennes des obligations qu'elle met en portefeuille et qui constituent la garantie de ses propres obligations. Mais l'ensemble du portefeuille n'est pas, comme dans une société de placement, le gage de tous les titres émis par la société. Chaque série d'obligations est émise à concurrence de l'emprunt demandé par l'entreprise européenne et possède, à titre de garantie particulière et expresse, les obligations déposées par cette entreprise. Pour un capital-actions de \$ 7.500.000, cette société de financement a émis, à la date du 30 Septembre 1927, \$ 37.000.000 d'obligations divisées en 6 séries distinctes :

Série A. Octobre 1923, \$ 2.000.000, garantie par affectation d'un montant équivalent d'obligations de la société « Edison General Italian Electric Cy ».

Série B. Décembre 1924, \$ 4.000.000, « Union d'Electricité ».

Série C. Décembre 1925, \$ 10.000.000, « Edison General Italian Electric Cy » (hypothécaire).

Série D. Janvier 1926, \$ 5.000.000, « Italian Gas Cy » (hypothécaire).

Série E. Janvier 1927, \$ 10.000.000, « Edison General Italian Electric Cy ».

Série F. Janvier 1927, \$ 6.000.000, « Societta Generale Elettrica dell' Adamello » et sa filiale « Societta Idroelettrica dell' Ozla » (hypothécaire).

*

En Angleterre, la création de sociétés nouvelles est souvent l'œuvre de sociétés spécialisées dans ce genre d'activité : les « Promoting Cies » sont alors de pures sociétés de financement, dans la mesure où elles conservent les titres souscrits par elles. Leur activité s'est surtout tournée du côté des sociétés minières ou de chemins de fer.

On doit signaler d'autre part une catégorie particulière de sociétés de financement, qui s'est développée en Angleterre par suite des particularités de la législation de ce pays. La loi anglaise, ainsi que nous l'avons rappelé ci-dessus, ne prévoit pas, au moment de la création d'une société, la constitution immédiate d'un capital-actions devant suffire pour une certaine période aux besoins de l'entreprise. Tant que la société n'est pas connue du public, les fondateurs sont fréquemment obligés d'engager de nouveaux fonds pour permettre l'exécution progressive du programme social. On conçoit par suite que certains d'entre eux cherchent à récupérer le plus rapidement possible les capitaux investis dans ces sociétés. Or les banques n'accepteraient pas de prêter sur des actions ne jouissant pas d'un large marché.

Il s'est donc constitué des sociétés ayant spécialement pour objet de prêter sur des titres non cotés. Ces « Finan-

cial Companies » n'étant pas propriétaires des titres sur lesquels elles prêtent, mais seulement bénéficiaires d'un droit de gage sur ces titres, il ne peut pas être question d'une « substitution de titres ». Néanmoins, dans la mesure où elles prêtent avec leur propre capital et où elles consentent des prêts à long terme, leur activité conduit au même résultat pratique que celle des sociétés de financement. Elles parviennent en effet à provoquer, par l'intermédiaire de leurs propres valeurs mobilières, un afflux durable de capitaux sur les titres servant de gage aux avances qu'elles consentent. Selon la nature de ces titres, le financement ainsi réalisé s'applique soit à des titres déjà émis depuis longtemps, soit à des titres venant d'être émis. Dans ce dernier cas, étant donné que l'opération de prêt suit immédiatement l'opération de souscription, on peut parler de financement de titres nouveaux.

Ces sociétés pratiquent d'ailleurs, à côté des prêts sur nouveaux titres, la souscription directe à des valeurs en cours d'émission. Elles deviennent dans cette mesure des « Promoting Companies ».

Toutes les nuances se rencontrent dans ces « Financial Cies », qui s'écartent parfois du financement de titres et se livrent à d'autres opérations d'ordre bancaire ou financier.

Des observations analogues peuvent être faites au sujet de l'activité des « Trusts Cies » qui aux Etats-Unis se livrent au financement de nouveaux titres, soit par prêt, soit par souscription.

SECTION IV

COMPARAISON DES DIVERSES SOCIÉTÉS S'OCCUPANT DE FINANCEMENT

* *

1°. — *Choix entre les différents modes de financement.*

Nous avons étudié ci-dessus en détail les différentes formes que prend, dans la pratique, le financement de valeurs mobilières ; il peut être effectué à la naissance du titre ou au cours de son existence, soit par des organismes spécialisés, soit par des sociétés se livrant à une autre activité.

Pourtant, ces modalités en apparence si variées répondent à un but unique et conduisent au même résultat économique.

Considérons par exemple l'industrie électrique allemande, dans laquelle le financement a revêtu ses aspects les plus divers. Examinons, d'un point de vue purement théorique, la situation d'une société de fabrication d'outillage électrique qui cherche à fonder des sociétés pour se créer des clients.

Si elle organise une filiale dont le capital est peu important en comparaison de ses propres ressources, elle peut en garder les titres dans son portefeuille. L'apparition de ce poste à son actif n'est pas de nature à porter atteinte à l'équilibre de son bilan. Elle financera donc directement.

Si cependant la société-mère développe cette activité de financement, des titres de nombreuses filiales viendront surcharger son actif et restreindre les fonds mis à la disposition de son exploitation propre.

Une société de reprise de titres permettra alors, si les dispositions du marché des capitaux sont favorables, de

diminuer les charges du financement. Dans la mesure où les titres émis par la société de reprise seront absorbés par le public, le financement par la société-mère n'aura été que temporaire.

Les charges et inconvénients d'un tel financement pourront d'ailleurs être évités, si la société-mère réussit à obtenir des capitaux du public, par l'intermédiaire d'une société de financement spécialement créée en prévision de la fondation de nombreuses filiales.

En somme, le choix entre ces divers modes de financement par substitution de titres dépend à la fois de considérations particulières à l'activité envisagée et des dispositions générales du marché. Mais tous ces procédés découlent toujours de la double nécessité de créer de nouvelles sociétés et de trouver les capitaux nécessaires par le moyen de la substitution de titres.

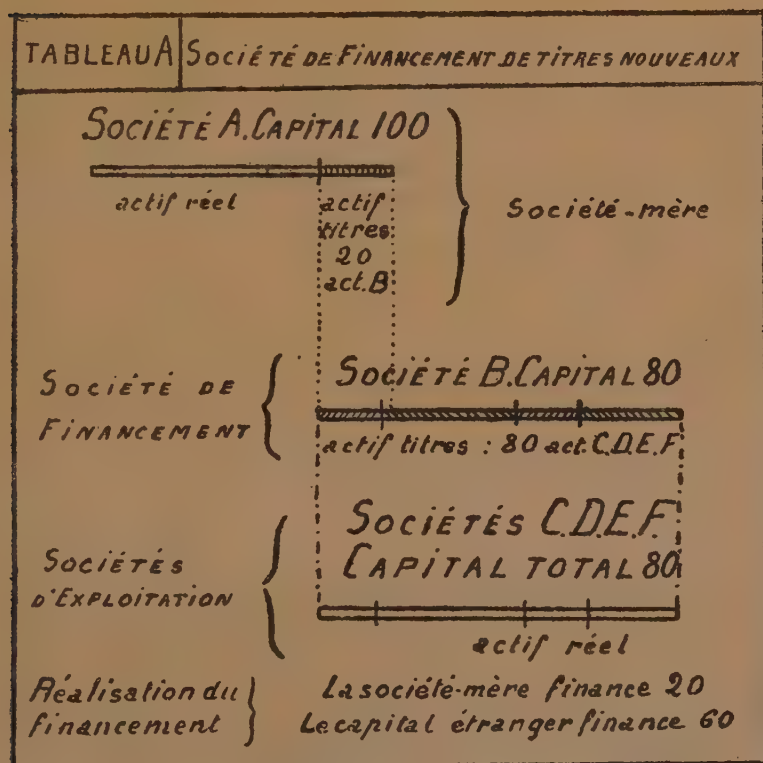
On a fait remarquer que les sociétés de reprise ne font que financer des titres déjà émis, et que, pour ce motif, elle ne doivent pas être assimilées aux sociétés s'occupant du financement de titres nouveaux. Ces dernières présentent, dit-on, un caractère original du fait qu'en dehors de la recherche des capitaux, elles procèdent à la constitution de nouveaux organismes sociaux.

Cette différence nous paraît être de pure forme, surtout si l'on veut bien considérer que les sociétés de reprise sont des instruments dociles dans la main des sociétés-mères. En fait, ce sont toujours les mêmes individualités qui se consacrent à la création des filiales, à leur financement par la société-mère, puis à leur financement par la société de reprise. La société de reprise ne représente donc à notre avis

que la dernière étape d'une opération que les circonstances n'ont pas permis de réaliser en une seule fois.

Dans l'hypothèse d'une société spéciale s'occupant du *financement de titres nouveaux*, l'opération atteint immédiatement son résultat définitif (voir tableau A) :

a) La société-mère n'effectue qu'un financement restreint, dans la mesure où elle le juge utile ; elle limite son effort au nombre de titres de sa filiale de financement qu'elle fait entrer en portefeuille. Par l'intermédiaire de ces titres, elle finance d'ailleurs une quantité égale des nouvelles valeurs



TABEAUB SOCIÉTÉ DE FINANCEMENT DE TITRES DÉJÀ ÉMIS

SOCIÉTÉ A. CAPITAL 100

Société
mère

1^{ère}
étape

Actif
réel

Actif-titres
80 actions C.D.E.F.

SOCIÉTÉS C.D.E.F.
CAPITAL TOTAL 80

Actif réel

Sociétés
d'Exploitation

FINANCEMENT PROVISOIRE : LA SOCIÉTÉ-MÈRE FINANCE 80

SOCIÉTÉ A. CAPITAL 100

Société-
mère

2^{ème}
étape

actif
réel

actif réel
espèces: 60

actif
titres:
20
act. B

SOCIÉTÉ DE
FINANCEMENT

SOCIÉTÉ B. CAPITAL 80

actif titres
80 actions C.D.E.F.

SOCIÉTÉS
D'EXPLOITATION

SOCIÉTÉS C.D.E.F.
CAPITAL TOTAL 80

actif réel

FINANCEMENT DÉFINITIF { LA SOCIÉTÉ-MÈRE FINANCE 20
LE CAPITAL ÉTRANGER FINANCE 60

mobilières qu'il s'agit de créer et qui figurent dans le portefeuille de la filiale de financement.

b) Le financement du reste de ces valeurs mobilières est, dès le début de l'opération, effectué par les propriétaires du solde des titres de la société de financement.

Dans le cas d'une *société de reprise de titres*, on constate que le même résultat n'est acquis qu'en deux étapes (voir tableau B) :

1^{re} étape : la société-mère finance la totalité des titres à créer.

2^e étape : la société de reprise intervient :

La société-mère lui cède les titres déjà émis et reçoit en représentation, pour une valeur équivalente, des valeurs mobilières de cette société de reprise.

a) En cédant une partie de ces valeurs au public, elle reçoit en échange de l'argent liquide : son financement se trouve ramené à la limite désirée ;

b) Les acquéreurs des actions de la société de reprise prennent la place de la société-mère pour le solde du financement.

Les schémas ci-dessus mettent en lumière, sur un exemple précis, l'identité des résultats obtenus par les deux procédés.

Une société de reprise de titres est donc entièrement comparable à une société de financement de titres nouveaux, du moment qu'elle est constituée par la société même qui a créé les titres à reprendre. C'est un société qui réalise, avec un certain retard, le financement de titres nouveaux. Du point de vue économique, il n'y a donc pas lieu d'établir une distinction entre les différentes sociétés de financement

selon qu'elles se consacrent à des titres nouveaux ou à des titres déjà émis (1).

D'ailleurs en pratique, les entreprises qui ont à créer des titres et qui cherchent à faire appel au public par l'intermédiaire d'une société de titres, emploient indifféremment, selon les cas, des sociétés de financement de titres nouveaux ou des sociétés de reprise. Nous avons vu que les sociétés de reprise se transforment parfois en sociétés de financement ; l'inverse se présente également : des sociétés de titres cessent de s'occuper de titres nouveaux pour financer des valeurs déjà émises. Ces deux catégories de sociétés de titres sont donc interchangeables.

Il faut au surplus noter que les sociétés de titres spécialement consacrées au financement ne réussissent pas toujours à réduire au minimum le portefeuille de la société-mère.

L'exemple de l'industrie électrique allemande est typique à cet égard. Nous avons signalé ci-dessus que chaque entreprise importante a fondé plusieurs sociétés de financement, qui s'occupent, les unes de titres nouveaux, les autres de titres déjà émis ; les valeurs mobilières émises par ces sociétés de titres ont trouvé en général un accueil favorable de la part du public allemand. Néanmoins, les sociétés-mères détiennent encore un grand nombre de titres de leurs filiales d'exploitation. Le financement par l'intermédiaire d'une société de titres n'est en effet pas toujours réalisable. Au

(1) C'est en définitive la raison pour laquelle nous avons groupé ces deux catégories de sociétés sous le terme général de « Sociétés de financement ». Liefmann, op. cit., traite sous deux chapitres séparés des sociétés s'occupant de titres déjà émis (« Übernahmegesellschaften ») et des sociétés s'occupant de titres nouveaux, auxquelles il réserve l'appellation de sociétés de financement (« Finanzierungsgesellschaften »).

contraire, il est toujours loisible à la société-mère qui possède des ressources importantes d'en distraire une partie pour le financement de nouvelles sociétés ; la gêne que cette immobilisation peut lui causer sera largement compensée par le supplément de bénéfices qu'elle pense retirer de l'activité des nouveaux organismes ainsi créés.

Dans les industries qui sont abondamment pourvues de capitaux, le financement peut être sans inconvénient pratiqué dans une très large mesure par la société-mère. C'est ainsi que l'industrie chimique allemande, qui dans l'ensemble a réalisé des bénéfices considérables, a pu financer ses filiales étrangères sans avoir recours à des sociétés de titres.

On doit cependant faire ressortir que le financement de titres par la société-mère aboutit parfois à une organisation économique dont la solidarité n'est pas à toute épreuve.

Lorsqu'une société de matériel de chemins de fer finance tous les titres d'une nouvelle société de transports par voie ferrée, elle reçoit de cette filiale des commandes de matériel. Elle engage donc sa fabrication et livre le matériel commandé ; ce dernier est payé par la filiale avec son capital, qui provient en totalité de la société-mère. Or les commandes de la nouvelle société reposent uniquement sur l'espoir que son trafic sera effectif et rémunérateur. Si l'exploitation de la nouvelle ligne de chemins de fer est nulle ou déficitaire, les titres de la filiale n'auront plus que la valeur du matériel récupérable ; tous les frais d'installation auront été engagés en pure perte. En définitive, l'opération conjuguée de financement et de construction se traduira pour la société-mère par une perte et par une immobilisation de son actif dans un matériel dont elle n'aura pas le placement.

Bien que le cas envisagé constitue une hypothèse extrême, il n'en subsiste pas moins que le financement effectué par la société-mère provoque une activité économique « basée sur des prévisions ». Pour qu'un tel financement présente le moins de risques possibles, il importe donc que la société-mère ne s'engage que dans la création de sociétés filiales répondant à un besoin réel. Encore est-elle à la merci de circonstances imprévues : une crise économique, une découverte qui supprime l'utilité de la nouvelle filiale, etc...

Le financement réalisé par l'intermédiaire de sociétés de titres présente à cet égard l'avantage de répartir ces risques sur l'ensemble des actionnaires de ces sociétés.

* *

2. — *Classifications des Sociétés de Financement.*

On peut établir une classification des différentes sortes de sociétés de financement, en se plaçant, soit au point de vue de l'influence qui les dirige, soit au point de vue des titres qu'elles financent.

* *

A) Les sociétés de financement sont *dépendantes* ou *indépendantes*.

*

Lorsqu'une entreprise consacre une partie de ses capitaux au financement de titres, elle subordonne évidemment cette activité accessoire à son activité principale. Ses dirigeants ne sauraient s'écarter de cette règle sans nuire à la bonne marche de l'entreprise, c'est-à-dire à leurs propres intérêts.

Une société spécialement consacrée au financement est, dans la grande majorité des cas, soumise à une influence extérieure. Les sociétés de financement créées à l'instigation des banques ou des sociétés de production obéissent aux directives que leur donnent les entreprises fondatrices. Qu'il s'agisse de titres nouveaux ou de titres déjà émis, elles s'occupent uniquement du financement des sociétés dont l'activité est utile aux sociétés-mères.

Il est par suite normal que ces filiales de financement assurent correctement la gestion d'un portefeuille dont la composition judicieuse doit être profitable à la société-mère.

Mais il ne faut pas oublier que ces sociétés spéciales font appel au public dans une mesure généralement élevée. Par suite la société-mère n'est pas seule à supporter les pertes qu'un portefeuille mal composé peut faire subir à sa filiale. Cette considération explique que des sociétés-mères fassent prendre en charge par leurs filiales de financement les titres les moins favorisés de leur groupement. D'autre part, une société de financement peut aussi être utilisée comme un moyen de réaliser des combinaisons financières analogues à celles que nous avons signalées ci-dessus à l'occasion des sociétés de contrôle.

En raison de leur caractère de dépendance, de telles sociétés sont donc dangereuses pour la masse des petits épargnants.

Il est d'ailleurs parfois assez difficile au public de reconnaître si une société de titres se livre au financement pour le compte d'une influence étrangère.

Certaines de ces sociétés, très rares il est vrai, précisent dans leurs statuts qu'elles sont destinées à financer les titres patronnés par un groupe déterminé. Les statuts de la « Mu-

tualité Industrielle », société de reprise du groupe belge « Cockerill », précisent que l'objet de cette société est « l'achat, la vente ou la souscription des actions, obligations « et autre titres de sociétés industrielles auxquelles la société J. Cockerill est ou pourra être intéressée ».

A défaut d'une clause aussi nettement révélatrice, les liens unissant la société de financement et la société-mère sont indiqués par l'existence d'administrateurs communs. Quand la composition du portefeuille de la société de financement est publiée, on peut également reconnaître dans ce portefeuille l'existence de titres auxquels la société-mère est notoirement intéressée.

Mais ces moyens d'investigation font en général défaut au petit épargnant. Par suite en achetant des titres d'une société de financement, celui-ci risque d'engager des fonds dans une entreprise, sans savoir qu'elle n'est qu'un jouet entre les mains d'un groupe puissant.

Enfin, ces sociétés s'occupent généralement de titres nouveaux ou n'ayant pas encore fait leurs preuves. Elles comportent donc un risque assez élevé et sont particulièrement vulnérables en temps de crise économique.

Pour toutes ces raisons, les sociétés de financement dépendantes sont à déconseiller formellement à la petite épargne. Ceux qui, en connaissance de cause, y engagent des fonds doivent se baser, plus que pour toute autre espèce de société, sur l'honorabilité et les capacités des dirigeants qui sont, en dernière analyse, ceux de la société-mère.

Des réserves du même genre doivent être faites au sujet des sociétés de financement indépendantes. Nous savons

d'ailleurs que ces sociétés sont extrêmement rares ; une société qui possède une certaine puissance de financement finit toujours par faire partie d'un groupe qui l'utilise comme une filiale. Si les dirigeants de cette société réussissent à se maintenir à l'abri de toute influence étrangère, les actionnaires ont encore à craindre des financements hasardeux ou intéressés et des changements inattendus dans le domaine de l'activité sociale. Là encore, le capitaliste qui entre dans une telle société fait confiance à ses dirigeants.

* *

B) A un autre point de vue, les sociétés de financement sont *générales* ou *spéciales*, selon que leur activité s'applique à des titres de toute espèce ou seulement à une catégorie bien déterminée de titres.

*

Le financement général est pratiqué par les quelques sociétés de placement qui réservent une partie de leurs fonds à l'acquisition de titres nouveaux. Le but même de leur organisation étant de diviser leurs risques, cette règle doit être observée aussi bien pour des titres nouveaux que pour des titres déjà émis.

Mais un tel financement est surtout l'œuvre des banques et de leurs filiales de financement. Les banques qui recherchent le financement de certains titres ne s'attachent pas en règle générale à la nature de l'activité économique exercée par les sociétés financées. Les profits qu'elles attendent de ce financement proviennent en effet de l'existence même de ces sociétés et de leurs titres. Tout au plus peut-on noter que les banques s'intéressent particulièrement aux sociétés qui

participent au développement général de l'activité économique ; car une banque qui exerce son influence sur des entreprises de première nécessité s'assure de ce fait une part privilégiée dans l'organisation économique. Mais le champ ouvert à l'activité de financement des banques reste néanmoins très étendu.

On peut citer à cet égard la composition caractéristique du portefeuille de la « Cie Générale du Maroc ». Cette filiale la « Banque de Paris et des Pays-Bas », ayant eu à s'occuper d'un pays neuf, a consacré son activité de financement à toutes les sociétés contribuant à mettre ce pays en valeur. Son portefeuille comprend des titres de sociétés d'eau, gaz, électricité, chemins de fer, tramways, autobus, matériaux de construction, abattoirs, brasseries, huileries, minoteries, magasins généraux, etc...

Le financement spécial est au contraire le fait des sociétés de production et de leurs filiales de financement. Il est évident en effet que l'entreprise-mère n'a intérêt à se livrer au financement que pour les titres de sociétés dont l'activité économique est connexe à la sienne ; nous savons en effet que la société-mère recherche dans les filiales financées des fournisseurs ou des clients.

On trouve cependant dans certains cas, des sociétés de financement qui sont tout à fait spécialisées et qui pourtant ne dépendent pas d'une société de production.

Les sociétés de titres relatives aux mines de l'Afrique du Sud en fournissent un exemple. Par suite de la fièvre de spéculation et des luttes d'intérêts que la découverte des

mines d'or et de diamant a occasionnées dans ce pays, il s'est créée une multitude de sociétés de toute nature, parmi lesquelles les sociétés de participation ont été utilisées dans les buts les plus différents ; contrôle, placement, financement. A ce dernier point de vue, on a vu apparaître de nombreuses sociétés de financement, fondées par des propriétaires de sociétés de terrains désireux de faire appel à des capitaux étrangers. De telles sociétés de financement, bien que strictement spécialisées, sont fréquemment dépendantes de banques. Elles sont parfois indépendantes, lorsqu'elles constituent l'organe d'action de gros financiers ou propriétaires eux-mêmes spécialisés dans le domaine minier. Les principales sociétés de participation de l'Afrique du Sud, la « Goldfields », la « Johannesburg Investment Cy », la « Central Mining », la « General Mining », ont ainsi joué dans les dernières années du 19^e siècle un rôle de financement.

Actuellement, elles apparaissent plutôt, en ce qui concerne l'activité minière de ce pays, comme des sociétés de contrôle ou de placement.

Les sociétés de financement fondées de concert par les banques et les sociétés de production présentent à notre point de vue un caractère mixte. Une société de financement comme la « Cie Française du Levant », qui a pour but général de développer le commerce français dans le bassin oriental de la Méditerranée, est susceptible, à cet égard, de s'intéresser à toute espèce d'entreprise nouvelle. La banque d'affaires qui a contribué à sa création y trouvera toujours son avantage. Mais cette société consacrera certainement une partie

importante de ses capitaux soit à des entreprises maritimes ou métallurgiques, soit à des entreprises utilisant les services de ces deux branches d'activité, de façon à créer un courant d'affaires au profit de la compagnie de navigation et de la société métallurgique qui figurent parmi ses fondateurs.

CONCLUSION

Après avoir insisté sur les caractères particuliers à chaque catégorie de société de participation, nous nous proposons de rechercher les ressemblances existant entre ces différentes sociétés.

*
* *

Il importe tout d'abord de noter un point commun aux sociétés de contrôle et aux sociétés de financement, par lequel elles s'opposent aux sociétés de placement.

La société de placement trouve en elle-même sa propre raison d'être. Lorsqu'une société se propose exclusivement d'offrir à ses actionnaires un titre de placement, on peut affirmer que ses dirigeants n'ont en vue que l'intérêt de l'ensemble des actionnaires. De tels dirigeants peuvent par suite n'être pas eux-mêmes des capitalistes et se consacrer uniquement à la gestion des fonds qui leurs sont confiés.

Au contraire, la société de contrôle et la société de financement sont toujours soumises à une influence qui a sa source en dehors de la société de participation. Ces sociétés traduisent en effet un lien d'ordre économique, alors que la société de placement constitue seulement un organisme collectif de gestion de capitaux. Par suite, les dirigeants de ces sociétés de titres représentent toujours un groupe de capitalistes qui a un intérêt personnel au contrôle ou au financement. Une telle situation est normale lorsque les titres de

la société de participation sont en totalité entre les mains du groupe intéressé. Mais elle peut présenter certains dangers dès qu'une partie importante de ces titres est en possession de capitalistes qui sont étrangers au groupe dirigeant et qui sont le plus souvent de modestes épargnants.

Il paraît pourtant à première vue que l'intérêt du groupe dirigeant soit d'assurer une bonne gestion de la société de participation. En sa qualité d'actionnaire, il doit en effet chercher à toucher des dividendes élevés sur les titres qu'il détient.

Mais on ne doit pas oublier que la société de participation est avant tout entre ses mains un instrument destiné à assurer la prospérité des affaires traitées par la société-mère.

Prenons l'exemple d'une société d'appareillage électrique qui crée une société de titres ayant un caractère mixte de contrôle et de financement. Les entreprises de production, distribution ou consommation d'électricité patronnées par la société de titres ont pour but d'absorber la production de la société-mère. On conçoit aisément que celle-ci s'organise de façon à réaliser d'importants bénéfices sur ses ventes de matériel à ses filiales d'exploitation. Il se peut par suite que la marge bénéficiaire laissée à ces dernières soit extrêmement faible ; leurs titres ne recevront qu'une rémunération peu élevée. Par voie de conséquence, la société de participation qui détient ces titres ne touchera sur son portefeuille que des revenus insignifiants. Elle ne pourra donc distribuer que de maigres dividendes à ses propres actionnaires.

Dans ce cas, la société-mère subit donc une perte du fait de l'immobilisation improductive des capitaux qu'elle

a. engagés dans la société de titres. Cette perte vient en diminution des bénéfices réalisés sur les ventes de matériel.

Mais le résultat définitif serait moins avantageux pour la société-mère si elle voulait permettre la distribution de gros dividendes aux actionnaires de la société de titres. En effet, elle serait obligée de diminuer ses bénéfices sur ventes de matériel d'une somme qui, par l'intermédiaire des sociétés d'exploitation, serait distribuée à l'ensemble des actionnaires de la société de titres. Or nous avons supposé que ces actionnaires sont pour une grande part étrangers au groupe de la société-mère. Celle-ci ne retrouverait par suite, comme actionnaire de la société de titres, qu'une faible partie des bénéfices qu'elle aurait abandonnés comme société de production.

On peut même concevoir que la société-mère soit amenée à délaisser complètement tout un groupe de sociétés filiales d'exploitation et par suite à se désintéresser des sociétés de participation par lesquelles elle exerçait une action sur ces filiales. Il suffit pour cela que la perte qu'elle est susceptible de subir comme actionnaire de ces sociétés de titres, soit inférieure aux avantages qu'elle pense retirer d'une organisation nouvelle.

D'autre part, on imagine aisément que les dirigeants de la société-mère peuvent utiliser la société de titres pour dégager la société-mère des charges qui alourdissent son actif.

De même, si une société de titres est sous le contrôle de financiers sans scrupules, elle peut leur servir à réaliser des combinaisons et des manœuvres spéculatives de toute espèce, sur lesquelles nous avons déjà attiré l'attention.

Dans ces diverses hypothèses les dirigeants des sociétés

de titres sont donc amenés, par leurs intérêts personnels, à faire passer au second plan leur qualité d'actionnaires.

Bref, les petits actionnaires des sociétés de contrôle et de financement ne sont pas toujours certains que la direction de ces sociétés sera constamment préoccupée de la poursuite de leur véritable intérêt. De telles sociétés reposent en effet sur une équivoque : leurs dirigeants, qui disposent de nombreux moyens pour assurer leur influence à peu de frais, ont en vue le contrôle ou le financement ; le public des petits épargnants qui s'intéresse aux titres de ces sociétés n'a en vue qu'un placement plus ou moins spéculatif. Bien qu'une certaine solidarité existe entre ces deux groupes d'actionnaires, leurs buts respectifs sont en réalité nettement divergents. Au cas d'opposition entre ces deux catégories d'intérêts, le groupe dirigeant, plus homogène, plus habile, peut faire prévaloir les solutions qui lui sont favorables et qui sacrifient les intérêts de la masse inorganisée des petits actionnaires.

Il n'existe qu'un motif qui puisse, sur le plan des intérêts matériels, amener les dirigeants d'une société de titres à ménager l'ensemble des actionnaires de la société. Un groupe influent qui doit se réserver la possibilité de faire dans l'avenir de nouveaux appels à l'épargne est obligé de « soigner son crédit » et dans ce but d'accorder aux épargnants qui lui ont déjà fait confiance une rémunération normale. A défaut d'une telle précaution, ses émissions futures ne recevraient pas un accueil favorable du public.

Quoiqu'il en soit, parmi les trois catégories de sociétés de participation, une seule peut et doit en règle générale être recommandée à l'épargne : la société de placement. Par contre, on ne saurait assez conseiller aux modestes capita-

listes de n'engager qu'avec prudence leurs fonds dans les sociétés de contrôle et de financement.

En revanche, si la société de placement ne présente qu'un intérêt limité pour les gros capitalistes, les titres des sociétés de contrôle et de financement ont leur place toute indiquée dans le portefeuille d'un groupe économique influent.

*
* *

Toutes les sociétés de participation présentent par ailleurs des caractères communs qui proviennent de la nature particulière de leur actif.

Une société ordinaire, qui se propose une exploitation commerciale, industrielle ou financière, détient des éléments d'actif, meubles ou immeubles, dont la nature se révèle généralement à la lecture des principaux postes du bilan de la société : une maison de commerce possède un siège d'exploitation, des marchandises et des créances sur ses acquéreurs ; une industrie possède une organisation fixe (usines, machines...), des produits fabriqués et des créances sur ses acquéreurs ; une banque de dépôts possède des immeubles, un portefeuille d'effets et des créances sur ses emprunteurs.

Une société de participation ne possède que des titres (1) groupés au bilan sous une rubrique unique « Portefeuille-titres » ou « Participations », dont le détail n'est généralement pas connu du public ni même des actionnaires de la société.

(1) Cette proposition est rigoureusement exacte pour les « pures » sociétés de titres ; en ce qui concerne les sociétés « mixtes », elle doit être restreinte à la part d'activité que ces sociétés consacrent à l'organisation d'un portefeuille-titres.

Or les valeurs mobilières offrent à l'examen plusieurs caractères. Tout d'abord elles sont facilement aliénables. Ensuite la détention d'une valeur mobilière ne constitue pas, par elle-même, un but, mais traduit seulement une intention capitaliste parfois difficile à déterminer. D'autre part, la création d'une valeur mobilière n'emporte pas constitution d'une richesse nouvelle ; elle n'est en effet qu'un titre représentatif d'une richesse déjà existante. En outre, le propriétaire d'une valeur mobilière possède sur l'actif social un droit moins effectif que le propriétaire direct d'une richesse équivalente. Enfin, la possession d'une valeur mobilière constate un lien entre le patrimoine du titulaire et le patrimoine de la société.

Dans quelle mesure ces caractères inhérents à toute valeur mobilière réagissent-ils sur le rôle économique des sociétés de participation ?

*
* *

1° Une société d'exploitation ne peut pas, sans attirer l'attention, procéder à la vente d'une partie importante de ses biens mobiliers ou immobiliers. D'autre part, ces éléments d'actif sont le plus souvent organisés en vue d'un usage déterminé ; par suite ils ne sont susceptibles d'intéresser que des acquéreurs spécialisés dans la même activité économique.

Au contraire, des valeurs mobilières qui bénéficient d'un large marché sont, grâce à l'organisation des bourses de valeurs, négociées sans difficultés et dans le plus grand secret. Si, comme il est d'usage, la société de participation ne fait pas connaître le détail de son portefeuille, il lui est

aisé d'apporter à son actif toutes les modifications qu'elle jugera utiles. Elle peut, sans en référer à ses actionnaires, effectuer des ventes et achats, augmenter ou diminuer ses participations, réduire ou renforcer la division de ses risques, etc... Les actionnaires sont en conséquence exposés à voir se modifier les garanties sur lesquelles ils comptaient et la ligne de conduite qu'ils avaient approuvée. Un tel risque s'atténue considérablement dès qu'il s'agit de sociétés de titres sérieusement dirigées. Il n'en subsiste pas moins dans une certaine mesure. On doit admettre qu'en règle générale, l'actif d'une société de titres ne présente pas la même stabilité que l'actif d'une société d'exploitation.

Il faut d'ailleurs reconnaître que cette négociabilité de l'actif des sociétés de titres offre parfois certains avantages. Une société industrielle, qui a immobilisé des capitaux importants dans une exploitation, éprouve en général des difficultés à aliéner un actif qui ne peut pas être divisé et qui n'intéresse que des techniciens spécialisés. Au contraire, une société de participation peut plus facilement se défaire d'un paquet de titres en l'écoulant peu à peu sur le marché ; en fractionnant ses ventes elle se réserve la faculté d'intéresser à ces titres une plus grande quantité d'acquéreurs, parmi lesquels se trouveront de petits capitalistes.

On a cherché de diverses façons à diminuer les dangers résultant de la facilité avec laquelle l'actif d'une société de titres se modifie sans l'accord des actionnaires.

Des législations ont purement et simplement interdit toute participation d'une société à une autre société. D'autres ont prohibé la création de sociétés spécialisées dans la détention des valeurs mobilières. De telles dispositions qu'on rencontre dans la législation de certains Etats de l'Amérique du

Nord, sont anti-économiques et par suite inefficaces ; elles ne font que favoriser l'emploi de procédés détournés qui arrivent au même résultat mais qui restent secrets et de ce fait sont encore pour l'épargne plus dangereux que la participation.

Au lieu de s'opposer aussi brutalement et aussi vainement à une nécessité actuelle du développement économique, les législations européennes auraient plutôt tendance à en réglementer les manifestations.

Les améliorations générales du droit des sociétés, la limitation des avantages excessifs pouvant être accordés à certaines espèces de titres, l'établissement de règles plus précises pour la composition et la publicité des bilans sociaux, sont autant de précautions qui trouveront leur utilisation pour les sociétés de participation.

Afin de défendre l'épargne de façon plus spéciale contre les abus commis par certaines sociétés de titres, on peut envisager diverses mesures de publicité, telles que l'obligation de donner la composition détaillée du portefeuille, le produit de chaque catégorie de titres, le chiffre des avances consenties aux filiales ; on peut en outre édicter l'application de règles particulières pour l'évaluation des valeurs mobilières portées au bilan ; enfin il est possible de subordonner à certaines conditions la cotation en Bourse des différents titres de ces sociétés.

Si d'utiles réformes sont susceptibles d'être réalisées de cette façon, il ne faudrait pas, croyons-nous, attendre d'une réglementation législative la disparition de tous les inconvénients des sociétés de titres. Il n'est pas certain, en premier lieu, que les assemblées législatives accepteraient d'imposer aux sociétés une publicité complète de leurs opérations-titres.

Avec les dispositions actuelles des hommes d'affaires européens, le maintien du secret des opérations professionnelles est, dans une certaine mesure, nécessaire. D'autre part, les efforts du législateur se heurteraient à une foule de difficultés pratiques, de cas d'espèces, de situations particulières, qu'il sera impossible de régler par voie de dispositions générales. Par ailleurs, quels que soient le soin et l'habileté du législateur, il est à craindre que des dispositions, même minutieuses, apportent une entrave à l'activité des sociétés sérieuses, sans pour cela empêcher réellement les manœuvres des spéculateurs professionnels. Enfin, il est un point sur lequel le législateur n'aura jamais d'influence, c'est la crédulité du public.

Jusqu'à maintenant, quelles que soient les tentatives effectuées à ce sujet, l'actif-titres d'une société reste donc en fait extrêmement mobile. Il semble d'ailleurs qu'en vertu de la nature propre des valeurs mobilières, il sera difficile d'organiser une stabilité, même relative, du portefeuille des sociétés de participation. Ces sociétés seront toujours, à cet égard, nettement distinctes des sociétés d'exploitation.

■
* *

2°) Il ne suffit pas de constater qu'une société détient des titres dans son actif pour connaître l'usage qu'elle se propose d'en tirer. Alors qu'une entreprise propriétaire de hauts-fourneaux se consacre nécessairement à la fabrication de la fonte, il n'est pas possible de dire, au seul examen du bilan, quel est le but poursuivi par la société de participation qui détient des titres de cette même entreprise métallurgique. Recherche-t-elle le placement, le contrôle ou le financement ? Pour répondre à cette question, il importe de con-

sidérer de très près l'activité de cette société de titres, de connaître ses dirigeants, de rechercher les conditions dans lesquelles elle s'est portée acquéreur des titres en question.

Nous avons d'ailleurs, à plusieurs reprises, cité des exemples de sociétés de participation qui poursuivent en même temps plusieurs de ces résultats. Nous nous bornerons à rappeler le cas de la « Société Centrale de Dynamite », dont la fondation répondait au triple désir de financer les titres des exploitations groupées sous son égide, d'assurer le contrôle de ces exploitations et d'offrir au public un titre de placement.

De même, nous avons eu l'occasion de constater que des sociétés de titres changent de caractère : telles sont les sociétés de placement qui se transforment en sociétés de financement.

Sans revenir sur les inconvénients que présente une telle situation, constatons seulement que les sociétés de titres peuvent poursuivre des buts multiples et variables et que les renseignements communiqués au public ne permettent pas de se faire une idée exacte des intentions de leurs dirigeants.

En règle générale, l'activité des sociétés de titres est plus difficile à préciser que celle des sociétés d'exploitation.

*
* *

3°) Il est bien évident que la création d'une valeur mobilière à laquelle souscrit un capitaliste ne provoque pas, par elle-même, la naissance d'une richesse nouvelle. L'acquisition d'une valeur mobilière prouve simplement qu'une épargne déjà existante, mais non encore fixée sur un objet précis, s'est mise à la disposition d'une entreprise déter-

minée. La richesse que représente une valeur mobilière n'est autre que l'actif de la société.

A cet égard, on peut dire que les valeurs mobilières sont des richesses « fictives ». Ce caractère a été depuis longtemps mis en lumière par les statisticiens. Pour l'estimation de la valeur globale de la richesse d'un pays, on doit éviter tout double emploi entre la valeur réelle des actifs sociaux et la valeur boursière des titres qui représentent ces actifs.

Tant que les valeurs mobilières correspondent uniquement à des biens réels, l'estimation des richesses exploitées dans un pays sous la forme sociale s'obtient aisément en totalisant la valeur de bourse des titres de ses sociétés.

Mais du jour où, avec les sociétés de participation, certaines valeurs mobilières ne représentent elles-mêmes que d'autres valeurs mobilières, un tel calcul devient erroné.

Il faut alors retrancher du total ainsi obtenu toutes les estimations correspondant, pour chaque société, à la présence dans son actif d'un paquet de valeurs mobilières. De telles recherches sont très délicates, surtout dans les domaines d'activité où l'on trouve des « cascades » de sociétés de participation.

L'existence des sociétés de titres rend donc plus difficiles et plus incertaines les statistiques qui portent sur l'estimation des richesses sociales.

*
* *

4°) La création d'une valeur mobilière entraîne l'institution d'une personnalité sociale. Le droit que l'actionnaire possède, au point de vue économique, sur l'actif social s'exerce nécessairement par l'intermédiaire de la société.

Etant donné que les décisions sont prises à la majorité

des assemblées générales, les petits actionnaires, trop nombreux et mal organisés, ne peuvent presque jamais s'opposer à la volonté d'un groupe détenant un paquet suffisant de titres. En fait donc, les sociétés sont gérées par les gros actionnaires et dans leur intérêt. Le petit actionnaire bénéficie sur l'actif de la société d'un droit de copropriété qui, toute proportion gardée, est de qualité inférieure à celui que possède un actionnaire important.

Cette réduction des attributs attachés à la propriété d'une valeur mobilière est bien plus sensible si l'actif social est composé de valeurs mobilières. Dans ce cas, qui est celui des sociétés de participation, l'actionnaire n'exerce plus ses droits sur un actif réel que par l'intermédiaire de deux personnalités sociales. En sa qualité d'actionnaire de la société de titres, il peut exercer l'influence qui lui revient sur l'actif de cette société, c'est-à-dire sur les titres qu'elle détient. Mais il n'a aucun droit de regard sur l'actif réel représenté par ces titres. La société de participation se borne le plus souvent à lui faire connaître le résultat bénéficiaire ou déficitaire des entreprises dont elle détient les titres. La gestion effective de l'actif réel de ces entreprises est décidée non pas dans les assemblées de la société de participation, mais dans les assemblées des entreprises elles-mêmes. A ces assemblées, l'actionnaire de la société de participation n'intervient pas ; il n'est que représenté par les dirigeants de la société de participation ; ceux-ci sont naturellement portés à défendre leurs propres intérêts, c'est-à-dire ceux des gros actionnaires.

La création d'une société de titres permet au groupe dirigeant cette société d'écarter les questions indiscretes et la surveillance gênante des petits actionnaires. Selon l'expression qui a été employée, elle « tire un rideau » entre les

petits capitalistes et l'actif réel. En définitive, elle réduit considérablement, pour ces petits actionnaires, les avantages attachés à la propriété d'un capital mobilier.

Si l'on veut comparer à ce point de vue les différents modes d'appropriation que reconnaît l'économie moderne, on doit établir le classement suivant, par ordre de sécurité décroissante :

A — La propriété immobilière, qui se traduit par une occupation effective.

B — La propriété des meubles corporels, qui se traduit par une détention matérielle.

C — La propriété des meubles incorporels, qui se manifeste le plus souvent par la détention d'une « valeur mobilière ». Parmi ces valeurs une distinction s'impose :

a) les valeurs qui représentent un droit de co-propriété sur un actif réel et tangible ;

b) celles qui, comme les titres des sociétés de participation, représentent un droit de co-propriété sur un actif lui-même composé de valeurs mobilières.

Le petit capitaliste détenteur d'un titre d'une société de participation apparaît ainsi, au point de vue économique, comme le propriétaire le plus éloigné de l'actif réellement productif sur lequel il a des droits.

Le contrôle de cet actionnaire est encore plus illusoire lorsque, par suite d'une cascade de plusieurs sociétés de participation, de nombreux patrimoines sociaux s'interposent entre l'actif exploité et le capitaliste qui, en dernière analyse, doit en profiter.

Plus encore que la société d'exploitation, la société de titres écarte le petit capitaliste de la gestion de l'actif réel dans lequel sont employés les fonds qu'il a apportés.

— 168 —

*
*
*

51) La création des valeurs mobilières a permis la constitution des grosses exploitations modernes, en répartissant leurs charges et leurs bénéfices sur un grand nombre de participants. La valeur mobilière a réalisé en même temps la mobilisation des économies des petits capitalistes en quête de placement.

D'autre part, du jour où le « capitalisme des titres » eut fait la conquête de la grande majorité des exploitations, les valeurs mobilières firent leur apparition dans le patrimoine de ces sociétés. Or la détention de titres par un patrimoine social présente des caractères spéciaux. Elle porte généralement sur des quantités importantes et constate par suite un lien économique qui dépasse l'intérêt d'un simple apport financier. A côté du placement, les sociétés de titres ont pu réaliser l'influence, le contrôle et le financement. La participation est ainsi devenue le moyen commode et universellement employé pour constater la liaison durable entre deux organismes sociaux. Le mouvement de concentration des entreprises a été à la fois facilité et enregistré par l'institution de participations entre les sociétés d'une même spécialité, puis dans le cadre de l'activité nationale et enfin dans les relations internationales. Le résultat de cette évolution a été la création d'un faisceau très complexe et très varié de participations. Toutes les entreprises sont ainsi amenées à se soutenir les unes et les autres ; si cette sorte d'assurance mutuelle contre les risques de l'activité économique diminue les profits des bonnes années, ou des entreprises favorisées, elle atténue par contre les déboires dûs à

des circonstances malheureuses et permet le développement des entreprises particulièrement risquées.

Une telle interdépendance des diverses entreprises économiques assure dans son ensemble au « capitalisme de titres » une solidité incontestable. C'est grâce à cette égalisation des risques et à cet « emboîtement » des entreprises que les effets des crises économiques ou politiques sont réduits au minimum et que l'activité économique mondiale conserve une souplesse et une vitalité qui lui permettent de poursuivre son essor malgré tous les obstacles.

Cette stabilité et ce progrès profitent à la fois à l'entrepreneur, aux grands et aux petits capitalistes, aux ouvriers et employés ainsi qu'à l'ensemble des consommateurs.

On ne peut donc que reconnaître l'importance vitale du rôle économique de la participation. La création d'une société particulière, ayant pour objet unique la participation de titres, représente par suite une intéressante application de la division du travail ; la fonction complexe et délicate à laquelle répond une telle création est d'autant mieux remplie qu'elle est exercée par un organisme spécialisé.

La société de participation apparaît en somme comme un complément nécessaire de la société d'exploitation et comme l'un des phénomènes les plus caractéristiques de l'organisation économique contemporaine.

*
* *

En définitive, si l'on cherche à porter un jugement d'ensemble sur les sociétés de participation, on peut conclure que ces sociétés présentent de gros avantages aux points de vue de la liaison et de la spécialisation économiques. Elles

offrent également, il est vrai, des inconvénients assez nombreux pour la petite épargne : la nature particulière de leur actif permet à des dirigeants malhonnêtes de les utiliser facilement pour réaliser, au détriment du public épargnant, des combinaisons peu recommandables. Mais les sociétés de participation sérieusement gérées constituent cependant la grande majorité de ces organismes. Il est à souhaiter que l'épargnant apprenne à distinguer les sociétés de titres d'après la qualité des groupes qui les patronnent. Pour les sociétés de titres, plus encore que pour les sociétés d'exploitation, l'actionnaire avisé doit rechercher si les dirigeants méritent sa confiance. Au surplus, les pertes que la petite épargne a pu subir dans les sociétés de participation sont d'ailleurs loin d'atteindre la somme considérable des avantages de toute sorte que ces sociétés ont apportés à la structure économique du monde, dont elles forment actuellement un élément indispensable.

BIBLIOGRAPHIE

- BALDY (Edmond). — **Les Banques d'affaires en France depuis 1900.** (Paris, 1922).
- BESSE. — **Administratie Kantooren Hollands.** (Revue Politique et Parlementaire, année 1913).
- CORNELISSEN (Christian). — **Traité général de science économique.** Tome III, Vol. I, II et III. (Paris, 1926).
- EDWARDS. — **Investing in foreign countries.** (New-York, 1926).
- JORGENS (Max). — **Finanzielle Trustgesellschaften** (aus « Münchener Volkswirtschaftliche Studien », 1902. (54)).
- KIRSHMAN. — **Principles of investments.** (Chicago et New-York, 1924).
- LIEFMANN (Robert). — **Beteiligungs und Finanzierungsgesellschaften.** (4^e édition. Iéna, 1923).
- LIEFMANN (Robert). — **Les formes d'entreprises.** Traduit de la 2^e édition allemande par H. Stertz et Loussert. (Paris, 1924).
- LIEFMANN (Robert). — **German industrial organization since the world war.** (Quarterly Journal of Economics, 1925).
- LIEFMANN (Robert). — **Kartelle, Konzerne und Trusts.** (Stuttgart, 1927).
- NEYMARCK. — **Administratie Kantooren,** (Revue des sociétés, année 1910).
- POUJOL. — **De la superposition d'impôts cédulaires en matière de revenu des capitaux mobiliers en France.** (Paris, 1927).
- STRASSER (Karl). — **Die deutschen Banken im Ausland** (2^e édition, Munich, 1925).

PERIODIQUES

La Réforme Economique.

Revue d'Economie politique.

Revue Politique et Parlementaire.

Annales de Droit commercial.

Bulletin Quotidien de la Société d'Etudes et d'Informations Economiques.

Les journaux financiers.

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
INTRODUCTION & PLAN	5
CHAPITRE 1 ^{er} . — Sociétés de placement	10
SECTION I. — Définition du placement. Modalités	10
SECTION II. — Rôle de la société de placement	13
1° Diversification du risque	14
A. — La diversification écarte les dangers du risque de placement	15
a) Risque spécial à chaque valeur	15
b) Risque inhérent au marché des titres	23
B. — La diversification permet de courir certains ris- ques, à l'effet de profiter des avantages corres- pondants	26
2° Création d'un titre négociable, répondant aux besoins des épargnants	29
3° Gestion d'affaires par des dirigeants expérimentés ..	32
SECTION III. — Développement historique des sociétés de placement : Angleterre, France, Allemagne, Etats-Unis, Japon	36
SECTION IV. — Organismes apparentés aux sociétés de placement	58
1° Administration Kantooren hollandais	59
2° Banker's shares	63
SECTION V. — Législation fiscale française en matière de sociétés de participation	64
CHAPITRE II. — Sociétés de contrôle	71
SECTION I. — Principaux cas d'application de la parti- cipation-relation et de la participation-contrôle ..	72
1° Participation verticale	72
a) Dans l'industrie	73
b) Entre deux types distincts d'activité économique	75

2° Participation horizontale	78
a) Entre sociétés concurrentes	78
b) Entre sociétés non concurrentes	81
SECTION II. — La participation et les autres moyens de liaison	84
SOUS-SECTION I. — La participation comparée avec l'entente et la fusion	84
SOUS-SECTION II. — La participation relation et l'en- tente contractuelle	89
SOUS-SECTION III. — La participation contrôle et l'en- treprise unique	92
Principaux points de comparaison entre la par- ticipation contrôle et l'entreprise unique	95
I. — Organisation administrative	95
1°) La participation contrôle et les tendances à la concentration	96
2°) La participation contrôle et les tendances à la division	103
II. — Organisation financière	112
1° La participation contrôle réduit au minimum le montant des capitaux engagés	113
a) Acquisition d'une partie seulement des titres de la société contrôlée	113
b) Différenciation des titres en ce qui concerne le droit de vote	117
c) Utilisation de sociétés intermédiaires	125
d) Participation réciproque	133
e) Utilisation des capitaux étrangers	139
f) Combinaison de ces procédés	141
2° La participation contrôle limite les risques à l'ap- port de capitaux	142
III — Organisation législative	144
1° Législation nationale	144
2° Législations étrangères	149
IV — Considérations d'ordre psychologique	150
1° Questions de personnes	150
2° Clientèle	152
V — Questions fiscales	154
1° Avantages de la participation contrôle	154
2° Avantages de la fusion	161
VI. — Abus auxquels peut donner lieu la participation- contrôle	166
VII. — Conclusion	171

	Pages
CHAPITRE III. — Sociétés de financement	175
SECTION I. — Généralités. — Définition	175
SECTION II. — Sociétés s'occupant du financement de titres déjà émis	182
1° Offre d'un nombre important de titres	183
2° Titres non offerts directement au public	184
A. — Raison de contrôle	184
B. — Titres sans marché	187
a) Titres peu connus	188
b) Titres difficilement négociables	192
c) Titres d'un rapport peu satisfaisant	195
d) Titres douteux	197
e) Titres juridiquement non négociables	200
SECTION III — Sociétés s'occupant du financement de nouveaux titres	201
1° Sociétés pour lesquelles le financement n'est qu'une activité accessoire	202
A. — Banques	203
B. — Sociétés de production	214
C. — Union des banques et sociétés de production en vue du financement	219
2° Sociétés consacrant toute leur activité au finance- ment	220
A. — Sociétés de placement	221
B. — Sociétés dépendant des banques et entreprises de production	222
SECTION IV. — Comparaison des diverses sociétés s'oc- cupant de financement	231
1° Choix entre les divers modes de financement	231
2° Classifications des sociétés de financement	238
A. — Sociétés dépendantes ou indépendantes	238
B. — Sociétés générales ou spéciales	241
CONCLUSION	245
BIBLIOGRAPHIE	261

